全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



费希尔投资系列



《纽约时报》畅销书作者肯·费希尔作序

深入剖析全球必需消费品板块的投资，包括食品、饮料、家居用品、零售商等
为证券分析和投资组合管理提供诀窍和工具
对任一市场条件下的投资进行有益的指导

必需消费品投资

[美] 迈克尔·康尼维特
安德鲁·S·托伊费尔◎著
传神翻译 胡婧◎译

Consumer Staples Investment





中信出版社·CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Consumer Staples Investment

必需消费品投资

[美] 迈克尔·康尼维特
安德鲁·S·托伊费尔◎著
传神翻译　胡婧◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

必需消费品投资/（美）康尼维特，（美）托伊费尔著；传神翻译，胡婧译．—北京：中信出版社，2010.3

书名原文：Fisher Investments™ on Consumer Staples

ISBN 978-7-5086-1892-0

Ⅰ．必… Ⅱ．①康… ②托… ③传… ④胡… Ⅲ．消费资料—投资 Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 012373 号

Fisher Investments on Consumer Staples by Fisher Investments with Michael Cannivet and Andrew S. Teufel

Copyright © 2009 by Fisher Investments.

Published by John Wiley&Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Simplified Chinese translation copyright © 2010 by China CITIC Press.

All rights reserved. This translation published under license.

必需消费品投资

BIXU XIAOFEIPIN TOUZI

著　　者：［美］迈克尔·康尼维特　安德鲁·S. 托伊费尔

译　　者：传神翻译　胡　婧

策划推广：中信出版社（China CITIC Press）

出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区35号煤炭大厦　邮编　100013）

（CITIC Publishing Group）

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开　　本：787mm×1092mm　1/16　　**印　　张**：12.25　　**字　　数**：162千字

版　　次：2010年3月第1版　　**印　　次**：2010年3月第1次印刷

京权图字：01-2009-6011

书　　号：ISBN 978-7-5086-1892-0/F·1887

定　　价：32.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。

服务热线：010-84264000

服务传真：010-84264033

http://www.publish.citic.com

E-mail:sales@citicpub.com

author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序言



本书是费希尔投资出版社与约翰威立出版有限公司合作出版的投资系列图书的第三本书，该系列图书是首次来自资金管理公司的出版物，介绍了分析标准投资板块（能源、材料、必需消费品、健康保健、工业等）及其他投资领域和类别的有效的、自上而下的策略。我们有把握解决所有问题。

据我所知，其他短期资本经营者并没有出版过投资系列图书，那我们为什么要出版呢？理由很简单：这是本公司标准经营方式的合乎逻辑的延伸。我们很重视让客户以及更广阔的世界了解相关投资知识，我们也努力促进公司内部员工了解相关投资知识。我们传授的知识越多，自身所获得的有关资本市场的知识就越多，提高自身能力以及其他人了解工作方法的速度就越快。随着时间的推移，我们将成为更好的投资者。

必需消费品可能是一个被低估了的板块。说没有看到必需消费品板块快速增长是错误的。首先，必需消费品有增长和价值区域——这对投资板块而言不同寻常，但也并非前所未闻。其次，认为一个板块原本就比另一个板块好或者差是不正确的。只要有足够的时间，从金融理论上来说只要经营得当，所有的投资类别净赚的利润应当是相当的——尽管盈利的方式各不相同。必需消费品也不例外。

必需消费品对全球自上而下的投资者而言非常重要，因为必需消费品及服务的需求一般缺乏弹性，在历史上一直走的是防守型路线。这个板块在市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场低迷之时往往更能坚持，而在经济繁荣时期普遍落后——但并非总是如此！一个好的投资者需要了解何时以及为何必需消费品可能领先或落后。即使你认为必需消费品可能落后，它们仍然可以成为你的多元化投资选择，万一你的看涨核心策略投资出了差错，必需消费品能成为重要的反击策略。第七章将为你做详细介绍。

必需消费品有一个有趣的特点：新兴市场刺激对必需消费品的需求。（个别新兴市场是兴起还是沉没是一个完全独立的问题，费希尔投资出版社即将出版的《新兴市场投资》一书会回答这个问题。）目前许多欠发达的经济体对必需消费品的需求更有弹性，该板块更像它的“亲戚”可选择消费品。一个好的投资者必须知道这种情况如何以及为何发生，以便作出更好的、前瞻性的整体预测。本书可以在这方面为你提供指导。

不要指望本书是2010年、2011年、2018年乃至2035年的热门股票秘籍，任何一本自称能提供未来热门股票秘籍的书都是谎言。本书提供的是增加在必需消费品板块找到盈利机会的可能性的切实可行、可重复操作的方案。本书提供的投资方法适用于所有投资板块和更广阔的市场。这种方法不仅在今年或明年对你有所帮助，而且在你的整个投资生涯中都会对你有所帮助。祝你好运，好好享受你的投资旅程吧！

肯·费希尔

费希尔投资公司首席执行官

《纽约时报》畅销书《致富的十条路》《只有三个问题值得考虑》的作者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言



“费希尔投资系列”旨在为个人投资者、学生和胸怀抱负的投资专业人士提供理解和分析投资机会（主要是全球股市投资）的必要工具。

在自上而下的投资方法（第七章有详细内容）框架内，每项指导都是有关经济板块、地区或全球股市其他组成部分的浅显易懂的入门知识。虽然本书的重点是必需消费品，但基本投资方法适用于分析全球所有经济板块，无论目前的宏观经济环境如何。

为什么采用自上而下的方法呢？许多证据表明高层次或宏观投资决策比个别股票对投资组合表现的驱动作用更重要。换句话说，在挑选股票之前，投资者可以首先决定哪些股票相对于其他资产（比如债券或现金）是最佳投资对象，然后根据前瞻性原则选择最有可能有上佳表现的股票类别，这样投资者就能够极大受益。

举例来说，在 1998 年和 1999 年，当投资者为所谓的“新经济”欢呼时，一位科技板块的持股者可能看到自己所购买的股票在暴涨。然而到了 2000 ~ 2002 年，他可能连本都赔光了。难道他只在 1998 年和 1999 年更明智？他就从来没有分析过股市的转变吗？不太可能。最关键的问题是，股票（尤其是美国科技股）在 20 世纪 90 年代末期普遍表现不俗，而在进入新世纪后却普遍表现糟糕。换句话说，自上而下地分析整体经济环境是驾驭市场的关键，相比之下，选股并没有那么重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书将帮助你在必需消费品板块作出自上而下的投资决策。书中讲述了如何确定投资必需消费品的最佳时间，哪些行业和子行业更可能有上佳表现，以及在各种环境中个股如何盈利。全球必需消费品板块相当复杂，涉及多个子行业和国家，每个子行业和国家都具有独一无二的特性。利用本书介绍的框架，你能更好地批判性地分析必需消费品板块，发现机遇，避免重大失误。

本书对必需消费品投资采取了全球视角。大多数美国投资者将大部分资产投资于国内证券，他们忘记了美国的投资机会占全球市场的比例还不到一半，其他50%以上的投资机会都在美国本土以外。全球许多大型必需消费品公司都在美国之外，其中有些公司设在新兴市场。那些设立在本土的公司的销售额往往有很大比例来自海外。简单地说，当今投资必需消费品时保持全球性视角是至关重要的。

用必需消费品作向导

本书分为三部分。第一部分“从必需消费品开始”讨论了该板块的基本知识和必需消费品的上层驱动器。我们将讨论必需消费品板块的基本原理，包括详细说明“弹性”这一经济学概念，并介绍在该板块成功运营的公司的共同战略特征。我们还将对促使现代必需消费品板块形成的关键过渡时期进行历史性调查。第一部分最后的内容是对该板块重大的经济、政治、情绪驱动器的概述。

第二部分“下一步：必需消费品详解”建立在第一部分的基础知识之上，对该板块作了更详细的分析。本部分将带你了解全球必需消费品板块的投资领域及其各组成部分。该板块的公司很相似，因为它们的非经济周期性相对较强，但范围多样，包括供应链各个层次的制造商和零售商。本部分详细说明了该板块中各行业如何运行以及各行业的具体驱动因素，这样你就能分析目前的经营环境，在判断未来最有可能运作良好或表现不佳的行业时有理性的根据。第二部分还将为你揭秘必需消费品板块中公司所面临的独特挑战，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并详细说明新兴市场中消费品的特殊情况。

第三部分“像投资组合经理人一样思考”深入研究了自上而下的投资方法以及个人证券分析。你将学会提出一些重要问题，例如：什么是分析必需消费品公司时需要考虑的最重要的因素？什么是最大的风险和危险？本书将为你提供区分公司的分步程序，这样你就能识别那些最有可能有出色表现的公司。本部分还讨论了一些投资策略，这些投资策略有助于确定何时以及如何关注该板块中的具体子行业。

需要指出的是，本书提供的策略是宏观性的，因此无论市场情况如何，你都可以在本书中寻求指导。但本书不可能指出所有市场情况，也不可能指出市场的长期变化。制定投资组合策略时需要考虑的因素还有很多，包括你的投资目标、投资期限以及你特有的其他因素。因此，不应完全依赖本书所提供的策略和指导，因为这些策略和指导并非始终适用。相反，本书只是提供一个通用指导，帮助你学会从批判的角度思考问题，不只针对必需消费品板块，还有一般投资。

此外，本书也不会为你提供能够挑选到最佳股票的高明办法。事实上，“正确的”必需消费品类股票在不同的时期和条件下有不同的表现。本书为你提供了一个了解该板块及其行业的框架，让你能够更加审时度势，掌握市场上尚未公布的信息。本书不提供任何股票建议、目标价格，甚至没有解答现在是否是投资该板块的好时机。本书的目的是为你提供一个工具，让你在现在及将来自己作出这些决定。归根结底，我们的目标是为你提供一个框架，让你不断作出成功的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢



从来没有一本书仅仅靠一两个人就能完成，在此我们要向众多同事及商业伙伴致以诚挚的谢意，感谢他们为本书付梓所提供的帮助。

首先要感谢肯·费希尔为我们提供了编写本书的机会，还要感谢每一位为本书作出贡献的费希尔投资公司的同事。非常感谢纳德·法赞绘制了本书中的大部分图表，还要特别感谢迈克尔·汉森和劳拉·霍夫曼斯，本书从构思到完成与他们的耐心指导和编辑密不可分。迪娜·伊扎特协助管理本书按时交付，还提供了许多资料引文，对本书的出版非常有帮助。伊夫林·谢对本书进行了润色。莱拉·埃米尔为本书的图示提供了相应的图形设计。在迈克尔·坎尼维特为本书工作期间，迈克尔·桑伯格和汤姆·霍姆斯特别协助了他的专职研究工作。还要特别感谢使费希尔投资出版社充满生机的团队——马克·哈伯曼、莫莉·林内施和法布里齐奥·奥纳尼。

当然，如果没有我们的数据供应商，本书的出版也是无法实现的。因此，我们特别感谢汤姆森数据库（Thomson Datastream）、汤姆森路透（Thomson Reuters）和全球财经数据（Global Financial Data）许可使用相关数据。我们还要感谢约翰威立出版公司团队，尤其是戴维·皮尤和凯利·奥康纳，感谢他们在整个项目中给予的支持和指导。

最后，迈克尔·坎尼维特要感谢他的妻子珍妮弗。珍妮弗编辑了本书原始稿的第一份副本，她从中学到的有关必需消费品板块的知识可能比她预计的还要多。没有她坚定的爱和支持，这本书是不可能完成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



序言 / Ⅶ
前言 / Ⅸ
致谢 / ⅩⅢ

|第一部分| Consumer Staples 从必需消费品开始

第一章 必需消费品基础知识 / 3
概述 / 4
必需消费品的远亲——可选择消费品 / 6
商业圈的改革之风 / 9
乏味亦美 / 14

第二章 美国消费历史 / 20
殖民时期的美国和消费 / 20
19 世纪晚期的大规模生产 / 24
兴旺的 20 年代和消费经济 / 26
大规模销售和现代消费产品 / 32
现代状况 / 34

第三章 必需消费品板块的驱动器 / 36
经济驱动器 / 36
政治驱动器 / 47
情绪驱动器 / 50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

|第二部分| 下一步：必需消费品详解

Consumer Staples

第四章 必需消费品板块分析 / 55

全球行业分类标准 / 55

全球必需消费品基准 / 57

食品、饮料和烟草 / 59

家居用品和个人用品 / 78

食品与必需消费品零售 / 82

第五章 必需消费品板块的挑战 / 90

挑战一：成熟行业的发展 / 90

挑战二：应对不稳定的投入成本 / 101

第六章 新兴市场中的必需消费品 / 109

机会来临 / 109

新兴市场和消费产品 / 111

投资特性 / 119

|第三部分| 像投资组合经理人一样思考

Consumer Staples

第七章 自上而下分析法 / 125

投资是一门科学 / 125

爱因斯坦的大脑与股市 / 127

自上而下分析法 / 128

自上而下分析法意味着 70：20：10 的思维模式 / 130

自上而下分析法解析 / 133

根据必需消费品基准进行管理 / 140

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 证券分析 / 144
作出你的选择 / 145
五步法 / 146
必须要问的问题 / 153

第九章 定制你的投资组合——投资策略 / 159
策略一：玩转市场周期 / 159
策略二：玩转风格转变 / 163
策略三：开发新分类方法 / 166
实施策略 / 168

附 录 必需消费品板块资源 / 171
最佳资源 / 171
较有用的资源 / 172
有时有用的资源 / 173
可能有用但需要收费或不方便获取 / 174

注 释 / 175

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1

Consumer Staples

费 希 尔 投 资 系 列

第一部分

从必需消费品开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
必需消费品基础知识

星期一早上6点10分，乔·肯休姆想喝点咖啡。在咖啡机工作之时，乔慵懒地听着新闻。喝下第一杯咖啡后，乔倒出一些麦片——这可是“营养早餐”。他盯着亮橙色的麦片盒子，回忆起儿时想成为下一个为国争光的运动员的梦想。从回忆中回过神来以后，乔快速地沐浴、剃须。令他懊恼的是，他发现香体露用完了，使用妻子的香体露是唯一的选择。（可能有人会说，“这香味儿对男人来说可真够浓的。”）接下来，他开始刷牙，但他从镜子里看到令他十分不快的一幕——他的头发凌乱得像杂草一样。他在前额蓬乱的头发上用了些发胶，像往常一样比原计划晚了10分钟才出门。

你早晨要做的事情可能跟乔类似。你使用的日常用品以及这些产品的投资潜力是本书的重点。咖啡生产商、食品和牙膏厂以及许许多多其他企业都属于全球必需消费品板块。

本书着眼于在厨房、浴室、工作场所中的各种产品中发现的众多投资理念。在10个标准投资板块中，可以说必需消费品在日常生活中发挥着最积极的作用。许多生产日常用品的公司都是上市公司，可以成为你的投资组合的组成部分。

本章主要讲解必需消费品基础知识，包括消费品分为必需消费品和可选择消费品的原因，着重讲解“弹性”概念。本章还将综览该板块长期业绩趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势，并分析某著名投资商对必需消费品类股票的投资。

概述

每个投资板块都有其独特的属性。例如工业板块通常是资本集约型和经济敏感型的；能源板块很大程度上依赖石油的供求关系；而科技板块则以创新为动力，有一定程度的经济周期性波动。那么必需消费品板块有什么特点呢?

必需消费品板块有一些共同的特点：第一，这一板块的产品有共同的终端市场，即消费者。第二，如乔·肯休姆使用的产品一样，必需消费品是很多人日常使用的产品。第三，无论经济情况如何，这些产品的使用频率趋于稳定。

需要指出的是，这并不是说必需消费品原本就优于其他板块，实际上情况并非如此。但和其他每个板块一样，必需消费品在不同经济、市场条件下有导致运作良好或运作不佳的独特属性。在交易活跃的市场中，必需消费品的运作既有非常活跃的时期也有滞后的时期。本书的目的是为你提供有助于更好地预测这些时期何时及为何到来的工具。

庞大的目标市场

相对于某些其他标准投资板块，必需消费品拥有庞大的目标市场。如图1-1所示，消费性开支约占美国国内生产总值（GDP）的70%。获得更大的目标市场比向消费者直接销售要困难许多。

不仅必需消费品公司有潜力巨大的目标市场，这些公司生产的货品也无处不在。日常消费品几乎随处可见，家里、工作场所、商店、餐厅……到处都有日常消费品。采购这些产品是大多数杂货店的日常工作，根据品牌熟悉度能自动决定采购哪些产品。通常被视为日用必需品的主要产品的消费模式能抵抗经济衰退，与其他标准投资板块相比更稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

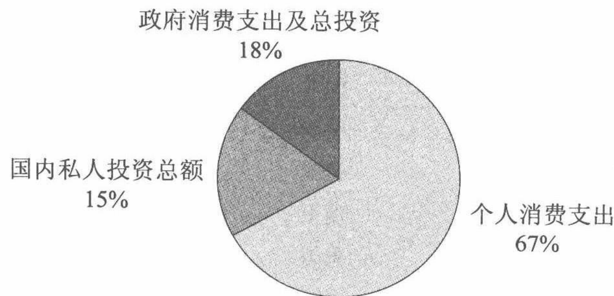


图 1－1　GDP 构成细目

资料来源：美国经济分析局商务部

板块组成

必需消费品可以分为三大类：食品、饮料和烟草（归为一类）；家居用品与个人用品；食品和日用品零售店（第四章将更详细地说明这些行业及其子行业）。表 1－1 列出了一些大家熟悉的公司及其最知名的品牌，表 1－2 列出了全球十大必需消费品公司（按市值排序）。

表 1－1　不同行业公司及其产品示例

公司名称	行业	产品
卡夫	食品	卡夫通心粉和奶酪
家乐氏	食品	家乐氏玉米片
雀巢	食品	雀巢 Toll House 曲奇
可口可乐	饮料	可口可乐经典
百事可乐	饮料	健怡百事可乐
安海斯－布希	饮料	百威
菲利普莫里斯	烟草	万宝路
RJ 雷诺	烟草	骆驼
宝洁	家居用品	汰渍洗衣粉
金佰利	家居用品	好奇纸尿裤
欧莱雅	个人用品	卡尼尔
雅诗兰黛	个人用品	倩碧
沃尔玛	食品和必需消费品零售	多元化日用品零售
克罗格	食品和必需消费品零售	杂货店
CVS Caremark	食品和必需消费品零售	药品零售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1－2 十大日用消费品公司

公司名称	国家	市值（10 亿美元）
沃尔玛	美国	222. 0
宝洁	美国	184. 7
雀巢	瑞士	174. 2
可口可乐	美国	120. 4
菲利普莫里斯	美国	105. 1
百事	美国	101. 4
英美烟草	英国	67. 3
欧莱雅	法国	64. 9
CVS Caremark	美国	56. 9
乐购	英国	56. 4

资料来源：汤姆森数据库，摩根士丹利资本国际公司（MSCI，Inc），[①]数据截至 2008 年 6 月 30 日

必需消费品的远亲——可选择消费品

必需消费品和可选择消费品有些“亲戚”关系——它们都是同一个大家庭的成员（以消费者为主），但除此之外的共同点不多。

可选择消费品公司包括汽车制造商（如通用汽车）、服装店（如盖普服装）、全国餐饮连锁店（如 Cheesecake Factory）和大型娱乐公司（如迪士尼）。这两个板块的主要区别在于必需消费品公司生产必需品类产品（如肥皂、谷类食品、瓶装水），而可选择消费品公司生产非必需品类产品（如汽车、服装、笔记本电脑）。可以通过比较两者的弹性进行更严格的区别。

弹性

弹性是一个变量对另一个变量变化的敏感性的衡量标准，是需求变化与价格或收入变化之比。弹性这一概念是理解必需消费品性质的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有两种基本方法可以计算弹性：

$$收入弹性 = \frac{数量变化百分比（\%）}{收入变化（\%）}$$

$$价格弹性 = \frac{数量变化百分比（\%）}{价格变化百分比（\%）}$$

如果在任一种计算中弹性大于或等于1，需求曲线被认为是**有弹性的**。如果弹性小于1，需求曲线就是**非弹性的**。

必需消费品是非弹性的——无论个人经济状况随着时间推移如何改变，消费者都要购买必需品。可选择消费品则恰好相反，是弹性的，因为收入或价格波动会对消费需求产生重大影响。

收入弹性 收入和价格弹性如何推动购买决策？回头再看看我们的朋友乔·肯休姆。乔刚刚升职，薪水涨了20%，现在的年薪有70 000美元。乔很兴奋，因为以前全家每年度一次假，而现在他觉得有经济实力每年度两次假。运用收入弹性公式可以计算出乔的旅行弹性：

$$收入弹性 = \frac{(2-1)\ /1}{(84\ 000-70\ 000)\ /70\ 000}$$
$$=100\%/20\%$$
$$=5$$

弹性为5时，乔的旅行是高弹性的——这和大多数人一样。这意味着在经济强劲时期，当人们工资上涨时，旅行次数也会增加，这对酒店、汽车租赁公司等有积极影响。请注意，这些都是可选择消费品行业。

现在来看看这种增长如何影响乔的生活的另一个方面——他的汽水消费。乔通常每周喝掉6瓶可乐。他并不会因为工资涨了就突然喝掉两倍数量的可乐，每周6瓶刚刚好。以下是这种情况的收入弹性计算方法：

$$收入弹性 = \frac{(6-6)\ /6}{(84\ 000-70\ 000)\ /70\ 000}$$
$$=0\%/20\%$$
$$=0$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个例子中，收入弹性为0，可乐（为必需消费品）与乔的收入之间没有弹性需求关系。

请注意，大多数投资者都不可能在他们的日常分析中进行这样的弹性计算。尽管如此，这个例子可作为一个示范说明，说明是什么使某些商品比其他商品更有弹性。

价格弹性 价格弹性与收入弹性的作用相似。价格上涨会减少消费者对可选择消费品的需求，因为随着产品价格上涨，购买产品的机会成本也会上涨（机会成本就是为了得到想要的东西而放弃的东西，比如时间、金钱等）。

下面这个例子可表明可选择消费品的价格弹性：如果能源价格飙升，乔的度假计划会发生什么变化？结果显而易见——他必须为全家人支付更多的机票费用。因此，他可能会推迟家庭旅游计划，直到能源价格稍有回落，或者改变原计划，度过一个花费更少的假期。

乔最喜欢的必需消费品——可口可乐的价格弹性是怎样的呢？能源价格上涨对此同样有影响。由于在产品上分销的花费越来越多，可乐公司可能会像航空公司一样提高产品价格。但可乐价格上涨（以美元计）对乔的总预算的影响要小得多，因此他很可能不会改变每周消费可乐的数量。

从投资角度看弹性 这些例子着重说明了为什么在经济动荡时期必需消费品类股票的表现相对较好：当经济合同、工资遭受压力时，对许多商品的需求也减少了。通货膨胀是影响价格的另一个因素——如果工资上涨速度跟不上物价上涨速度，需求就会减少。

这些都能显著减少对大多数板块产品的需求（不仅仅是可选择消费品）。但是从历史上来看，对必需消费品的需求相对稳定。为此投资者通常在这个板块寻求“避风港”。虽然经济衰退时销售或收益也许不会有很大增长，但板块的价格收益比（P/E）通常会上升，因为投资者开始重视收益的稳定性（后文对该现象有更详细的讲解）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求的价格弹性

需求的价格弹性受三个主要因素的影响：

1. 价格收入比。如果某件商品的价格占某人收入的比例很高，那么价格变化就会很重要。

例如：航空旅行和新车通常都很贵，所以即使它们的价格只有很小百分比的变化，也会对消费者的预算和消费模式产生重大影响。而洗发水价格只占消费者平均收入的很小一部分，因此洗发水的价格往往是非弹性的。

2. 替代品的可用性。替代产品的数量越多，弹性商品往往也越多。

例如：鱼是很有弹性的产品，因为当鱼的价格急剧上涨时消费者可以多吃牛肉、鸡肉或猪肉。但香烟相当缺乏弹性，因为大多数烟民无法想象有什么其他产品能轻易替代香烟。

3. 时间。当消费者有更多时间来调整他们的消费模式时，价格弹性呈上升趋势。

例如：当汽油价格上涨时，对汽油的需求量不会立即大幅下降，因为消费者不会轻易卖掉现有的汽车而去买一辆更省油的新车。但如果油价数年居高不下，这种趋势就会开始慢慢改变，因为有更多的时间，消费者就能更好地调整他们的消费习惯。因此，需求的长期价格弹性比短期弹性要强。

商业圈的改革之风

比较必需消费品与可选择消费品时，我们已经讨论过经济敏感性的不同层次，以及在经济增长放慢时经济敏感性如何有利于必需消费品公司。现在来谈谈经济敏感性对必需消费品板块是如何起作用的。

经济充满活力时，与其他板块相比，必需消费品公司处于不利地位，因为主要产品销售增长的难度加大了。此外，与可选择消费品公司相比，某些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必需消费品行业的边际利润低很多。基于这些差异，如果预计经济形势乐观，可选择消费品类股票的投资组合收益将更多，因为许多可选择消费品公司的销售和收益会快速增长。而必需消费品则往往保持稳定的步伐。在经济强化时期，投资者通常会从必需消费品板块转移到更有盈利优势的板块。

P/E 对比

1998～2007 年必需消费品板块的平均 P/E 比率是 22.4，而可选择消费品板块的平均 P/E 比率是 26.0。

表 1-3 显示，在这 10 年中，1998 年、2000 年和 2007 年这 3 年必需消费品的 P/E 比可选择消费品的 P/E 低。1998 年股票市场有重大调整，2000 年和 2007 年是熊市的开始。

表 1-3　可选择消费品与必需消费品 P/E 对比

年份	可选择消费品 P/E	必需消费品 P/E
1998	27.6	28.1
1999	33.5	25.5
2000	25.6	28.0
2001	36.9	24.3
2002	31.1	17.3
2003	25.4	20.4
2004	20.4	20.1
2005	20.2	19.6
2006	21.9	19.9
2007	18.0	20.3
平均	**26.0**	**22.4**

资料来源：汤姆森数据库；MSCI，Inc.[②]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃尔玛进军时尚

“如果一开始你没有成功，那就尝试、再尝试”——这是沃尔玛不断努力进入高端服装市场的一个很好的总结。2006 年，沃尔玛花大价钱在《时尚》(*Vogue*) 杂志上登广告，并在纽约时装周上发布新服装。但沃尔玛公司很快发现沃尔玛的核心顾客并不是时尚人士，不愿意把大把的钱花在名牌服装上。销售疲软，库存积压，这都影响了收益。

尽管遭受到挫折，沃尔玛还是在两年后再次尝试将更昂贵的服装打入其折扣商店。这次沃尔玛强调时尚、质量，且价格合理。为什么沃尔玛要坚持销售昂贵的服装呢?

服装仍对沃尔玛有吸引力是因为沃尔玛的店面较少，必须从现有的店面产生更多的利润。像高档服装这样的可选择性产品比沃尔玛的传统商品（包括必需消费品这一类别）利润率更高。服装类商品的利润率估计在 31% 左右，比折扣商店销售的所有其他类别商品的利润率高出整整 10 个百分点。

资料来源：安・齐默尔曼，谢丽尔・路连・谭，失误后沃尔玛重回时装界，华尔街日报，2008. 4. 24

必需消费品类股票与可选择消费品类股票表现对比

我们现在了解了必需消费品板块和可选择消费品板块的差异，那它们的股票表现又如何呢？图 1 – 2 显示了两者过去 10 年的情况，参照基准是 MSCI 全球指数。

有几个值得关注的时期：

1. 1998 年年中至 1999 年年底，可选择消费品比必需消费品的表现相对要好。

2. 2000 年出现熊市，可选择消费品突然廉价出售，而必需消费品却占有优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

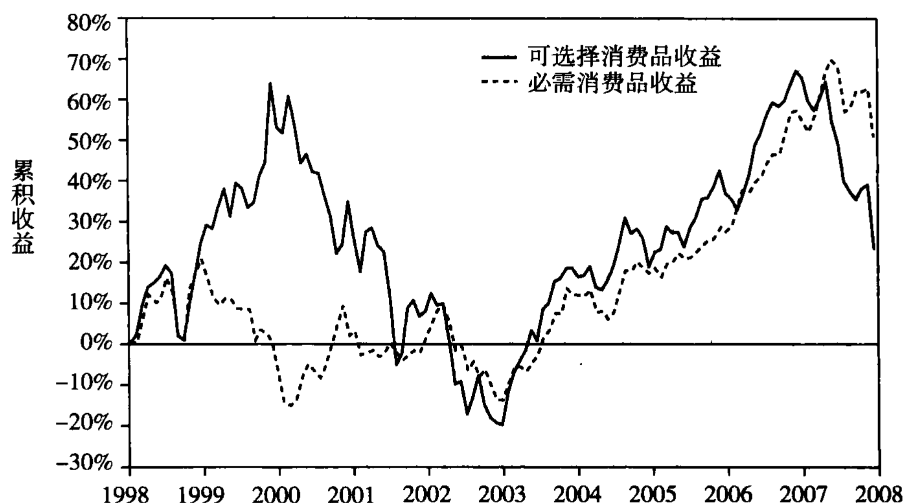


图 1-2 过去 10 年 MSCI 必需消费品板块与可选择消费品板块之对比

资料来源：汤姆森数据库；MSCI，Inc. ③

3. 下一个牛市到来之时，可选择消费品快速回升，上升速度比必需消费品在 2003 年的上升速度还要快。

4. 必需消费品和可选择消费品在接下来几年市场行情看涨时双双上扬，可选择消费品略微领先。

下一个大的差距发生在 2007 年年底，那时新的熊市开始了。在 2008 年前两个季度，可选择消费品下跌速度比必需消费品要快得多（图 1-2 的数据截至 2008 年 7 月 1 日）。

现在来看看这两个板块的价格动态、每股收益（EPS）增长、P/E 盈余倍数的膨胀和收缩，分析是什么导致出现股票价格表现差异。我们只观察 2007 年 6 月 30 日到 2008 年 6 月 30 日这段时期。

表 1-4 显示了 2007 年年底熊市开始成形时 MSCI 全球可选择消费品和必需消费品的每月累积收益。

可选择消费品类股票在 2007 年年底下跌接近 10 个百分点。与此同时，必需消费品却上涨了。2008 年上半年结束之时，可选择消费品已下降 25.4%，而必需消费品仅下降了 3.4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1－4　MSCI 世界指数——可选择消费品 Vs. 必需消费品（2007. 6. 30～2008. 6. 30）

日期	MSCI 世界可选择消费品指数	MSCI 世界必需消费品指数	可选择消费品累积收益率	必需消费品累积收益率
2007. 6. 30	132. 686	128. 383		
2007. 7. 31	128. 141	125. 927	－3. 4%	－1. 9%
2007. 8. 31	126. 262	129. 015	－4. 8%	0. 5%
2007. 9. 28	128. 624	134. 207	－3. 1%	4. 5%
2007. 10. 31	132. 030	138. 376	－0. 5%	7. 8%
2007. 11. 30	124. 045	140. 801	－6. 5%	9. 7%
2007. 12. 31	119. 753	139. 380	－9. 7%	8. 6%
2008. 1. 31	112. 147	129. 853	－15. 5%	1. 1%
2008. 2. 29	110. 214	130. 907	－16. 9%	2. 0%
2008. 3. 31	108. 577	134. 231	－18. 2%	4. 6%
2008. 4. 30	110. 885	134. 137	－16. 4%	4. 5%
2008. 5. 30	111. 526	134. 743	－15. 9%	5. 0%
2008. 6. 30	98. 926	123. 956	**－25. 4%**	**－3. 4%**

资料来源：汤姆森数据库；MSCI，Inc.[4]

是什么导致了这样巨大的业绩差异？在经济窘困时期，尤其是在熊市时期，投资者很重视必需消费品类股票的收益稳定性。2007 年 6 月 30 日～2008 年 6 月 30 日，由于世界经济发展开始减速，这两个板块都能够继续增加收益（但必需消费品增长的速度更快）。MSCI 世界必需消费品 EPS 增长了 15. 1%，MSCI 世界可选择消费品 EPS 增长了 12. 0%。

估值也随之发生改变。由于投资者认为行情不看好，防范风险的意识加强，所以他们对两个板块的投资都会减少。在这 12 个月中，必需消费品的 P/E比率从 2007 年 6 月 30 日的 20. 0 下降到 2008 年 6 月 30 日的 16. 6（下降 17%）。在投资者躲避投资风险之时，可选择消费品的盈余倍数收缩更为严重，该板块的 P/E 从 22. 6 下降到 13. 8（下降 39%）。

记住这一点很重要，收益和估值都是价格表现的决定因素。表 1－5 分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了这段时期这两个板块的价格表现。

表 1－5 价格表现分析——必需消费品 Vs. 可选择消费品（2007. 6. 30～2008. 6. 30）

	价格表现	EPS 增长	P/E 倍数
必需消费品	－3. 5%	＋15. 1%	－17%
可选择消费品	－25. 4%	＋12. 0%	－39%

资料来源：汤姆森数据库；MSCI. Inc. ⑤

乏味亦美

你能想到有哪一种新上市的肥皂产品能风靡全世界呢？大概没有。但你很容易就能说出几种刚上市的新款汽车。你也许会想："这些必需消费品公司听起来真乏味。我宁愿投资高增长率的企业。投资说白了不就是寻找下一个热门增长点吗？"这可不一定。

由于必需消费品的防御性质，大多数必需消费品类股票都不可能成为短期获利的投资组合。但这并不意味着必需消费品在自上而下的投资组合策略中就不重要。随着时间的推移，所有投资类别的收益应当相当，只是不同投资类别的盈利方法不同罢了。

原始标准普尔 500 指数

必需消费品公司的一个特点是，如果经营成功，这些公司可以繁荣很长一段时间。杰里米·西格尔在他 2005 年出版的《投资者的未来》（*The Future for Investors*）一书中分析了 1957 年以来原始标准普尔 500 指数股票的长期业绩。他指出，由于复合收益的作用，如果在 1957 年 2 月 28 日为某标准普尔 500 指数基金投资了 1 000 美元，然后把该基金一直放到 2003 年 12 月 31 日，那这 1 000 美元在今天会变成差不多 12. 5 万美元！这个投资可不赖！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果很走运地将 1 000 美元投资于业绩最佳的标准普尔 500 指数股票，那情况又会如何呢？这 1 000 美元会变成差不多 460 万美元！这家公司就是香烟制造商菲利普莫里斯。[⑥]烟草类股票通常被嘲弄为最“罪恶的股票”之一，但这个必需消费品巨头多年来持续为投资者们带来了丰厚的回报。

表 1－6 列出了 2003 年原始标准普尔 500 指数企业中现存的表现最佳的 20 个企业，并列出年均收益和 1957 年 2 月 28 日的 1 000 美元原始投资现在的价值。[⑦]

表 1－6　标准普尔 500 指数股票现存者 20 强（1957～2003 年）

排名	2003 年公司名称	板块	1 000 美元累积值（美元）	每年收益（%）
1	**菲利普莫里斯**	**必需消费品**	4 626 402	19.75
2	雅培	卫生保健	1 281 335	16.51
3	百时美施贵宝	卫生保健	1 209 445	16.36
4	**图特西罗尔实业公司（Tootsie Roll Industries）**	**必需消费品**	1 090 955	16.11
5	辉瑞制药	卫生保健	1 054 823	16.03
6	**可口可乐**	**必需消费品**	1 051 646	16.02
7	默克	卫生保健	1 003 410	15.90
8	**百事公司**	**必需消费品**	866 068	15.54
9	**高露洁**	**必需消费品**	761 163	15.22
10	克瑞（Crane）	工业	736 796	15.14
11	**亨氏**	**必需消费品**	635 988	14.78
12	**箭牌**	**必需消费品**	603 877	14.65
13	Fortune Brands	可选择消费品	580 025	14.55
14	**克罗格**	**必需消费品**	546 793	14.41
15	先灵葆雅	卫生保健	537 050	14.36
16	**宝洁**	**必需消费品**	513 752	14.26
17	**好时食品**	**必需消费品**	507 001	14.22
18	惠氏	卫生保健	461 186	13.99
19	皇家壳牌石油	能源	398 837	13.64
20	**通用磨坊**	**必需消费品**	388 425	13.58
	标准普尔 500 指数		124 486	10.85

资料来源：杰里米·西格尔，投资者的未来，兰登书屋，2005

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这20家企业中必需消费品企业占了11家。这些长青树企业有几个共同特点，包括：

- 强势品牌建立在广泛知名度和消费者信任的基础上。品牌影响力是非常有益的，因为它可以扭转其他品牌的替代效应，也能带来高于平均水平的资本收益。
- 有持久稳定的业务，无论情况好还是不好都能带来循环收入增长。
- 成功的国际扩张。
- 这些公司是活动现金流的强大创造者。金融理论提出资产价值是所有未来现金流的现值。现金流量越高，价值也越高。

不是仅仅大量长期持有必需消费品类股票就够了，还要了解持有该板块股票的最佳时机、持股合适数量以及成功选取最优股的机会，年复一年持有这些股票是不可取的。

真走运*

如果你在1957~2003年投资过图特西罗尔实业公司（股票代码：TR），那你就在股市大赚了一笔。图特西罗尔年收益率为16.1%，而标准普尔500指数股票的年收益率为10.9%。这黏手的小糖果可真不错啊！（图特西罗尔公司制造并销售糖果产品——译者注。）

奥地利移民利奥·赫西菲尔德在1896年创建了图特西罗尔公司，他是以他女儿的名字图特西为公司命名的。如今，该公司每日平均生产6 200万颗可可软糖和超过1 600万根棒棒糖。

资料来源：Hoover's公司

* 原文标题为On a Roll，意为“走运”，而图特西罗尔实业公司的英文名中正有“roll”一词。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济护城河 很久以前，护城河是防护屏障，能抵御侵略者对城堡的进攻。现在沃伦·巴菲特普及了“经济护城河”这一术语，这个术语是比喻企业保持与同行的竞争优势从而保证长期利润和市场份额的能力。竞争优势可以有多种形式。重要的是要记住如果拥有竞争优势，即使一家公司提供与其竞争对手相似的产品或服务，这家公司的利润也会比这些竞争对手的利润要高。

巴菲特在伯克希尔哈撒韦公司的投资组合集中在消费品特许专营上。他在他 2007 年致股东的信中（第 6 页）说明了“经济护城河”的概念，他写道：

> 一个真正伟大的企业必须有一条能持久起作用的“护城河”，这条护城河能保证不错的投资回报率。资本主义的动力保证竞争者反复攻击任何赚取高收益的商业“城堡”。因此，拥有强大的屏障（比如公司是低成本生产商，如政府员工保险公司（GEICO）、好事多（Costco）；或者拥有全球性品牌，如可口可乐、吉列、美国运通）是保持成功必不可少的条件。

伯克希尔的投资组合也有意考虑“稳定”行业（比如必需消费品行业）的企业。伯克希尔的“持久”标准将那些在容易发生迅速、频繁变化的行业（这些行业的经济护城河可能不太可靠）中经营的公司拒之门外。时思糖果（See’s Candies）是一个有竞争优势的稳定企业，详情请见下文。

本书的最后三章分析了研究必需消费品时需要研究的多种战略属性。公司的竞争优势越强，经济护城河就越宽。

噢，你看见了吗？*

巴菲特收购时思糖果后，时思糖果的盈利不断扩大。1972 年，时思糖果每售出 1 磅巧克力的税前盈利约为 25 美分。到了 1998 年，每磅糖果的利润已增至 2 美元，年增长率约为 8.3%。此外，时思糖果从每年售出约 1 600 万磅糖果增长至 3 000 万磅，年增长率约为 2.4%。加在一起，公司的年均收益增长为 11%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时思持续成功的秘诀是什么？巴菲特收购时思是因为他看到这家公司有一条牢不可破的经济护城河，这就是忠诚度超高的顾客。巴菲特很看中时思公司在顾客中所拥有的良好信誉，因为这意味着该公司有强大的定价能力，这可以在几乎没有重大资本需求增长的情况下推动长期收益增长。(注：大多数企业都有营运资本金需求，这种需求的增长是与销售增长成比例的。时思糖果公司是个例外。)

巴菲特收购时思后将时思的经济护城河资本化，并自信地在每年的 12 月 26 日涨价。销售量继续随着时间推移慢慢增长，但价格才是盈利增长的关键因素(许多必需消费品的情况也是如此)。尽管这些年来糖果的价格一直在涨，但当丈夫受到冷遇而不得不购买妻子喜爱的糖果来博取妻子的欢心时，是不太可能对价格的微小上涨斤斤计较的。

个人投资者试图效仿巴菲特的时思成功案例，但可能很难——除非他们手头有足够的现金来购买一家公司。时思是伯克希尔哈撒韦公司的子公司，但没有上市。

资料来源：埃米尔·李，巴菲特如何用巧克力赚大钱，*The Motley Fool*（一家投资指南网站），2007. 11. 15

---

* 原文标题为 "Oh, Say Can You See's?"，"See's" 既是时思的英文名称，又有 "看见" 的意思。——译者著

本章回顾



现在你已经了解了必需消费品板块区别于其他板块的基本特征。接下来的章节建立在本章提出的许多概念的基础上。必需消费品板块由提供日常消费服务的行业组成。

- 该板块生产的大多数产品是基本必需品，这种认识根植于我们的文化中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 必需消费品板块由各种行业组成，包括食品、饮料和烟草、家居用品与个人用品，以及食品和日用品零售店。
- 该板块的需求以价格和收入无弹性为特征，这使该板块没有经济敏感性，也成为区分必需消费品和可选择消费品的特征。
- 必需消费品类股票通常不会在短期内有大幅上涨，但拥有强大经济护城河的公司可以成为有利可图的长期投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章
美国消费历史

只要你熟悉过去的情况，你就能准确地预测即将出现的变动并采取有益的行动。

——富有传奇色彩的华尔街投机商　杰西·利弗莫尔

要知道将要去哪里，必须先了解曾到过哪里。这是杰西·利弗莫尔传递的基本信息。利弗莫尔这位20世纪初著名的股票投机商在预测其他人的预测时仔细研究了历史股价表现，同时将眼光投向未来。无论是研究历史市场周期还是仅回顾板块基本历史，过去可以帮助你更好地了解现在和未来。

本章将追溯美国独立战争以来消费品行业的发展。在此过程中将涉及形成目前消费品领域的变革基础。虽然与其他板块相比必需消费品板块看起来变化缓慢，但实际上必需消费品板块在不断发展。预测未来消费变化的公司和投资者能够最好地利用投资角度的变化获益。

殖民时期的美国和消费

你认为消费是新事物吗？不！消费和殖民地一样古老。

生活在中世纪的人们与生活在殖民时期美国的人们的生活方式的差异是令人难以想象的。如果用今天的标准来衡量，这两种生活方式都很艰难，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为缺乏最现代的令人舒适的设施和设备。如果可以使用时光机器回到过去，用不了多久你可能就想回到现在。

但在殖民时期生活水平确实提高了很多。在17世纪末、18世纪初美国独立战争以前，因为多种缘故，很多人能够买到新的消费产品——有些人把这一时期称为“消费革命”。随着殖民地收入的增加，人们的期望也不断提高。由于社会变得更加便捷、流通变得更快，社会等级已不仅仅由房屋、土地和牲畜来决定。殖民者能够得到以前从未梦想过的个人护理产品和食物。

在许多方面，这一时期促使产生了必需消费品行业，也就是今天我们所认识的在经济进步时出现的消费必需品，但有了新的标准。

经济驱动器

当英国建立弗吉尼亚殖民地以利用其丰富的自然资源和农业潜力时，詹姆斯敦成为商业活动尤其是烟草贸易的温床。烟草成为美国主要出口产品之一。海外烟草销售额的激增也带来了更多的贸易机会，随着弗吉尼亚消费者从英国购买产品的增多，美国也开始进口外国商品。

《烟草检验法》于1730年通过，目的是统一管理检验仓库里的出口烟草以控制质量。这部法案一个意想不到的副作用是促成了整个殖民地零售业务的早期发展。商人迅速建立能够购买烟草的店铺网络并进口可全年向附近顾客出售的货物。统一管理的另一个副产品是信贷组织的初步建立。小农场主再也不用等到每年船队抵达时再出售他们的烟草，他们用货栈的烟草短期债券建立信用，这使得他们可以随时购买商品。到了18世纪中期，弗吉尼亚已形成了复杂的分销系统和信用体系。进口持续增长。事实上，货栈建立6年后，商品进口几乎翻了一倍。[①]

新消费观在美国流行

随着经济发生变化，社会也在发生改变。新大陆是一个自由和不受约束

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的世界，经营方式与重商主义有所不同，而重商主义是世界的主导中心。殖民时期的美国打破了欧洲传统的社会边界，与建立在家庭谱系之上的文化层次脱离。

这一转变鼓励了新消费观，导致这种消费观在整个殖民地迅速传播。普通市民觉得他们有能力拥有一系列时髦消费品，让自己显得与众不同。持续的移民浪潮渗透到殖民地，这加强了对常用来显示身份地位的相对便宜而时髦的商品的需求。

化妆品、香水等各种个人护理用品的使用和生产在美国变得越来越普遍。以前女人们用自己的配方来妆扮自己，有些配方我们现在可能觉得有点奇怪：贫困的边境妇女用熏肉的油脂来调理肤色，用甜菜汁来改变唇色，用面粉来提亮肤色。

用现在的标准来衡量，在殖民时期的美国，人们不太注意卫生，但他们的确认识到肥皂的好处，他们通常用木灰和动物脂肪来制作肥皂。他们也要洗衣服。妇女手工搓洗衣物，然后找一个地方晾干衣服，再用通过炭加热且带有衬垫的手持式熨斗熨衣服。洗衣上浆粉制作起来很麻烦，通常要花几天时间从马铃薯中提取淀粉，很不方便。后来糖成了淀粉的替代品，但在殖民时期糖是一种稀缺商品。[2]

有些饮料，如茶、苹果汁、啤酒越来越受欢迎，深植于18世纪的美国文化之中。大多数家庭有一个水桶储备整个家庭的饮用水，这些水也用来刷牙。刷牙通常是用一块布、一些盐和小苏打（如果有的话）。

主要食品作为商品在殖民时期的美国也开始出现。在糖果点心店可以买到冰糖、糖衣坚果和太妃糖。在这一时期其他甜品也广受欢迎，例如蜜饯、果酱、果冻、小蛋糕、饼干和冰激凌。[3]普通的早餐和晚餐（在殖民时期没有"午餐"这种东西）每个家庭都有所不同，但通常包括肉类、炖菜和蔬菜。虽然这一时期的食品种类各式各样，但食品消费变得比以前更单一了。实际上，美国的第一本菜谱就是在这个时期出版的。食物历史学家普遍认为阿米莉亚·西蒙斯的《美国烹饪》（*American Cookery*，哈特福德，1796年）是第一本"美国"食谱——它是第一本写到本土烹调配料的食谱。[4]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一系列新产品（这些产品逐渐成为“社会主要产品”）的流行和越来越多的使用，主要源于自我权利意识的加强以及“社会的女士们先生们”的新看法。托马斯·杰斐逊甚至称18世纪的威廉斯堡为“美国有史以来最好的礼仪、道德学校”。[5]

需要指出的是，大多数必需消费品仅被视为“主要产品”，因为它们在某个时间点已经深植于我们的文化中。正如第六章将讲到的，那些我们认为是标准用途物品的事物并非总是如此，在世界其他地区情况也一样。

早期广告

这一时期广告也开始发展。以现在的标准来衡量，18世纪的广告相当原始——通常只不过是简单通告库存商品。随着时间的推移，除了干巴巴的产品说明以外，开始出现了有说服力、吸引力的广告词。商人学会了更好地利用广告来吸引潜在顾客，他们的注意力转向当时唯一的大众传播工具——印刷发行物。报纸发行量大增，成为18世纪末、19世纪初向广大受众营销产品的最佳方式。[6]

广告人本·富兰克林

国父本杰明·富兰克林发明了避雷针、双焦距眼镜……还有现代广告?

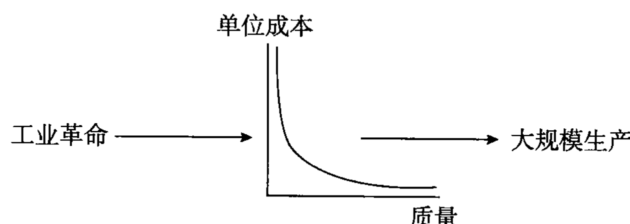
殖民时期最先进的出版物之一是本·富兰克林的《宾夕法尼亚公报》(*Pennsylvania Gazette*)，该报纸尝试了新的版式，如加入标题、插图、有广告效应的侧边栏社论。这与大多数出版物有所不同，后者印刷的广告几乎从未超过一行字的宽度，通常不采用插图甚至特殊字体。消费品因其对大众的吸引力，占据了像《宾夕法尼亚公报》这样的报纸的很大一部分广告空间。今天，有些人甚至认为富兰克林是“广告业的守护神”。

资料来源：营销大师，PBS. org

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

19 世纪晚期的大规模生产

消费品行业最大一次变化出现在 19 世纪。19 世纪工业革命期间出现了大规模生产技术，这使得产品大量生产，成本曲线下降。通过生产大量相同的产品，企业可以在许多单位分摊其工厂运营固定成本，而且可以雇用低成本劳动力。因此，以越来越低的成本及稳定的质量大量生产某种产品，成为充分利用规模经济的经济上可行、甚至是必要的方法。



规模经济

推动规模经济的工厂制度与过去大相径庭。以前几乎所有的工作都是以大致相同的方式手工完成，这种生产方式存在的时间没有几千年也有几个世纪。后来出现了像“珍妮纺纱机”（一种可以让一个人同时纺许多条丝线的设备）这样的发明，单个工人可以生产的成品棉花的量增加了。另一项创新是詹姆斯·瓦特发明的现代蒸汽机，它可以产生使机器运转的新能源。

由于生产过程变得越来越自动化，创造性的破坏迅速蔓延。例如，单独的手工纺织被更高效的工厂所取代。随着工厂的壮大，工人们的职责变得更专门化，这促使出现了“流水线”生产。这些事件使生产率有了爆发性增长，并展现了一系列业务类型（包括消费产品制造）的可扩展优势。

规模经济是当今许多历史可追溯到 19 世纪的主要必需消费品公司背后至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关重要的支柱。这些主要必需消费品公司包括亨氏和宝洁。这两家公司采用大规模生产技术后，取得了早期的成功。由于宝洁和亨氏开始扩展其业务，所以能以更低的成本生产出比竞争对手质量更高的产品。它们不断扩大的规模也使分销具有优势。这些优势进一步延续其增长和扩张，并帮助这两家公司上升到行业领先地位。

一家搞规模经济而超过同行的企业就像一个骑自行车下坡的人。一旦这个骑车的人开始下坡，他就有了冲力，车速会越来越快。搞规模经济而超越同行的企业的情况也是如此，它的规模优势使其比规模较小的竞争对手增长速度要快，只要继续成功经营，相对而言它的成长规模就更大，而且能推动日益增长的规模经济。这种复合效果可能是将家族经营的小企业慢慢转变成有 2 000 亿美元资产的国际企业的灵丹妙药。

规模经济有五个投入成本优势。

1. **较低的投入成本**。当一家公司大量购买原料时，它可以享受规模较小的竞争者不能享受的总额折扣。

2. **费用大的投入**。如果一家公司可以将费用大的投入（比如研发、广告）分摊到生产单位（产出）的增长中，就能够实现规模经济。

3. **专业化投入**。当公司的生产规模扩大时就可雇用专业的员工、购买专业的机器，这会使效率更高。

4. **技术和组织投入**。随着生产规模扩大，公司可以应用更好的资源组织技巧（如明确的命令链），同时改进生产和分销方法。

5. **学习投入**。与组织、技术改进相似——随着时间的推移，与生产、销售和分销相关的学习过程可以提高效率。

19 世纪末 20 世纪初的广告

在 19 世纪 80 年代，从肥皂到罐头食品，再到烟草，各行业都引进了新的生产技术，使标准化产品能以空前的数量大量生产。大规模生产技术出现后，由于企业想寻求获得更多市场份额的新方法，美国的广告总量从 19 世纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

80 年代的约 2 亿美元上升到 1920 年的约 30 亿美元。[7]由于大型公司都寻求提高品牌在全国的知名度，使得广告公司成长迅速，并成为可信赖的顾问。[8]

兴旺的 20 年代和消费经济

在 20 世纪 20 年代，前 40 年的制造革新和广告革新开始合并，加快了美国向大众消费社会过渡的进程。生活方式迅速改变，经济繁荣兴旺，技术快速发展——这确实是“兴旺的 20 年代”。

在这 10 年中，大规模生产产品的新技能与运输的普遍进步同时出现。汽车越来越多，飞机出现了，铁路和船舶运输也在持续进步。这些变化加强了大公司的分销能力，消费者的流动性更强了。

生活水平不断提高

不同收入水平的劳动者的生活水平都有所提高。仅从 1922 年到 1928 年，工业生产指数就上升了 70%，而在岗工人的实际工资惊人地上涨了 22%。[9]

汽车、收音机以及像吸尘器、洗衣机这样的耐用消费品成为 20 世纪 20 年代最畅销的新产品，这些产品改变了人们的日常生活。虽然这些产品是可选择消费品，但它们使更大量地使用必需消费品成为可能，对必需消费品格局的形成有一定作用。

全国都安装了电力基础设施，这有助于降低生产成本，使许多新产品进入市场。与殖民时期相似，20 世纪 20 年代的消费信贷水平较高，因为企业认识到如果自己愿意向消费者提供产品购买价格一定比例的贷款，他们的潜在市场会大得多。由此分期偿还贷款开始出现，这提高了购买力并推动消费者广泛接受新产品。[10]

由于汽车、收音机、消费电器对这一时期以及之后的时期有深远影响，因此很有必要仔细研究这些产品如何改变行业格局以及各领域著名人物的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体案例。

汽车 零售曾经是一个非常个性化的业务。早期所谓的“夫妻店”的店主通常与他们的客户住在同一街道。店主知道客户的名字、工作地点、家族史是很普遍的事情。由于消费者的流动性增强，他们的购物选择也不仅限于邻近的店铺。夫妻店占主导地位的日子一去不复返了。

之后的几年道路增多，高速公路也开始出现，很多人从城市迁移到郊区。商人追随着流动性日益增强的消费者，迅速建立新的购物中心并形成连锁商店。1922 年，杰西·克莱德·尼科尔斯建成了乡村俱乐部广场，这是一个接待驱车来购物的消费者的购物中心，建在密苏里州肯萨斯城郊区。这个设计独一无二，因为广场是根据一个组织而不是多个商店拥有并控制的综合规划建成的。尼科尔斯在描述这个接待驱车来购物的消费者的商业场所时，第一次推广了“购物中心”这个词。[11]像克罗格这样的超市以及像沃尔格林（Walgreens）这样的药店利用了这种转变，迅速扩张并成为领先的食品、药品、日用消费品零售商。之后，必需消费品巨头沃尔玛也成为一站式购物的消费目的地。

美国对车的强烈爱好

低成本的生产工艺和技术优势使美国比世界上其他国家更快地使用起汽车。到 1925 年，美国每 6 个人就拥有一辆汽车；到 1930 年，每 4.6 个美国人就拥有一辆汽车。表 2-1 是北美和欧洲的汽车生产发展情况比较。

表 2-1 汽车生产

年份	美国	加拿大	法国	英国	德国	意大利
1907	45 000	3 000	25 000	12 000	4 000	0
1913	485 000	15 000	45 000	34 000	14 000	2 000
1924	3 504 000	135 000	145 000	133 000	18 000	35 000
1928	4 359 000	242 000	210 000	212 000	90 000	55 000
1935	3 971 000	173 000	165 000	404 000	240 000	44 000

资料来源：J. 布拉德福·迪隆，懒洋洋地走向乌托邦？——20 世纪经济史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪成长起来的巨人：沃尔格林公司

1901年，芝加哥药剂师查尔斯·沃尔格林借了2 000美元作为他第一家药店的首笔现付金额。1909年，他出售了药店的股权，这样他就能买第二家药店。为了使新药店有所不同，他安装了冷饮柜并开始供应午餐。到1916年，他已拥有7个药店，并用公司名沃尔格林为药店统一命名。沃尔格林公司于1927年在纽约证券交易所上市，到1929年，已在87个城市开了397家药店。

20世纪50年代药店的业务经营发生很多变化，沃尔格林是早期自助式销售商品（顾客自己找想买的东西，没有店员帮助）的领导者。

如今，沃尔格林公司在美国49个州和波多黎各拥有超过6 200家药店，是美国销量第一的药品零售商。处方药占其销售额的约2/3，其他销售额来自一般商品、化妆品和杂货。沃尔格林的战略是有选择性地挑选黄金地段修建店铺，而不是购买店铺。超过80%的店铺有可以驾车通过的药房，这使购物更加便利。沃尔格林的店铺是独立式的，这使店铺比那些商业街上的店铺更醒目。沃尔格林的店铺还为顾客提供宽敞的停车场地。

沃尔格林公司预计在2010年拥有超过7 000家药店，并有在美国拥有超过13 000家店铺的长期规划。

资料来源：Hoover's，Inc.

收音机　汽车使城市和农村消费者出行更方便，而收音机能让人们获知信息且能加强乡村和城区的联系。对消费品公司来说，最重要的是广播可以让企业向大众宣传其产品和服务，这是极好的品牌宣传机会。以下是广告公司欧文威希公司（Erwin Wasey & Company）20世纪20年代末进行的研究的摘录，该研究描述了国家广播频道增长的惊人的互联作用。

到目前为止，广播广告最大的一项发展是网络广播或联播的发展。从两年前仅有一家广播电台起步，美国无线电公司与其联营公司西屋电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气公司、通用电气公司建立了一系列电台，使得全国每个地区的听众都能听到其广告客户的广告。美国国家广播公司（NBC）拥有3个主要联播网络和其他补充城市广播，现在在43个城市拥有广播设施。

另一家公司——哥伦比亚广播公司（CBS）——的16家电台与国家广播公司电台的覆盖区并联……这两大电台的联播系统承接了大部分全国性广播广告，将来可能还将继续这样做。[12]

NBC和CBC这两家公司被称为现代传媒巨头，它们在各大城市广泛分布，这是那些希望建立大型连锁店、打造品牌的企业可以利用的绝佳媒介。

毫不奇怪，必需消费品公司向全国推出自己的品牌时，成为广播广告的首批拥趸者。可口可乐公司和箭牌公司是广播广告先行者的两个例子，两家公司在1927年分别为广播广告投入了30 098美元和28 000美元。[13]

在20世纪成长起来的巨人：可口可乐公司

亚特兰大药剂师约翰·彭伯顿于1886年发明了可口可乐的原始配方。他的会计用两种配料（古柯叶和可乐果）的名字给这种产品命名。到1891年，药剂师艾萨·坎德勒买下了可口可乐公司，在短短四年间，这种汽水饮料销售到了美国各州。

1899年，坎德勒以1美元将美国地区大部分装瓶权卖给田纳西州的两位先生。这两个人设计了地区专营装瓶系统，该系统在20年内扩大到拥有1 000多个灌瓶机。1916年，坎德勒离开公司，担任亚特兰大市市长。1919年坎德勒以2 500万美元将可口可乐公司卖给银行家欧内斯特·伍德拉夫，同年可口可乐公司上市。

在第二次世界大战期间，可乐成为美国文化的一个组成部分，政府建立了64家海外装瓶厂，这样士兵们就能花很少的钱喝到可乐了。

可口可乐公司的增长速度在1981年前后激增，当时罗伯特·郭思达任董事长。经过几轮精明的采购、销售和新产品推出（例如在1982年推出了健怡可乐），在罗伯特·郭思达的领导下，公司的市值从40亿美元上升到1997年的1 450亿美元。罗伯特·郭思达在1997年去世之前，一直任公司的CEO。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今可口可乐公司是世界上规模最大的软饮料公司，拥有四大软饮料品牌（可口可乐、健怡可乐、芬达和雪碧）。该公司生产或许可生产400多种饮料产品，产品销售到200多个国家。虽然可口可乐公司自己不装瓶，但拥有可口可乐企业（Coca-Cola Enterprises，世界顶级可口可乐装瓶商）35%的股份。

噢！可口可乐

当今最具代表性的形象——圣诞老人——的模样也与可口可乐有关。从1931年开始，可口可乐公司开始在流行杂志上登广告，广告中的圣诞老人欢欣喜悦，留着白色的胡须，穿着红色的衣服。早年有各种圣诞老人的形象流传，有的圣诞老人形象衣服颜色不同，而且也没有体重问题。当艺术家赫顿·新百美（Haddon Sunblom）为可口可乐公司创造了圣诞老人的形象后，其他圣诞老人形象就逐渐消失了。新百美设计的圣诞老人形象与现在我们在电影、广告中常看到的现代圣诞老人形象相似。可口可乐公司圣诞老人的首次亮相是在1931年的《星期六晚邮报》（*Saturday Evening Post*）上。

资料来源：Hoover's，Inc.

消费电器 大部分被视为必需消费品的商品都是非耐用品，也就是说这些产品使用寿命短，一旦用完，消费者通常会再购买同样的产品。要维持我们今天常用的非耐用品（如衣服和食物）的供给，需要各种耐用品（如各种电器）。20世纪20年代，一些家电发明迅速出现在大多数美国家庭中，包括电动洗衣机、洗碗机、吸尘器、电炉、烤面包机、电熨斗和冰箱。如果这些电器没有进入市场，食品、饮料以及家用产品行业的发展可能就会大不相同。

以食品为例。冰箱可以较长时间存储易腐物品，大大减少了准备食物的时间。而在几十年前，美国人每周平均花44个小时来准备用餐及餐后清理，[14]耗时非常惊人。而当家庭开始转向食用更多的加工食品时，准备食物的时间大大减少了。

以前大部分食品都要从头开始准备——削土豆皮、拔鸡毛、磨咖啡豆等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 20 年代，一切都开始改变，食品制造商生产可以存放在冰箱里的罐头食品和冷冻食品的流水线技术有所改进，加工食品迅速增多，包括 Wonder 牌面包、Yoo-Hoo 牌饮料、Reese's 牌花生酱巧克力杯、Wheaties 牌麦片、Velveeta 牌奶酪。

冰箱不仅能帮助消费者存储食品和饮料，还让企业可以通过公路或海路远距离运输食品和饮料，这推动了当时领先的食品和饮料公司的快速成长。

在 20 世纪成长起来的巨人：宝洁公司

蜡烛制造商威廉·波克特（William Procter）和肥皂制造商詹姆斯·盖博（James Gamble）于 1837 年在辛辛那提市展开合作，建立了宝洁公司（P&G）。

到 1859 年，宝洁公司已经是辛辛那提最大的公司之一，销售额高达 100 万美元。重要产品在随后几年大获成功，包括 1879 年推出的象牙牌香皂和 1911 年推出的科瑞牌起酥油。象牙牌香皂的营销策略是开创性的，因为它是直接面向消费者（其他产品制造商则主要做零售商的工作）。象牙牌香皂也是首批在广告中加入制造标准说明的产品之一，承诺产品“纯度 99.44%”。宝洁公司之后一直进行广告创新，是广播、电视大众广告的早期使用者。1932 年，宝洁公司赞助日间广播剧；1939 年，播出首个象牙牌香皂电视商业广告。

1930 年创始人家族移交了管理权。在接下来的 30 年里，宝洁公司成为美国最大的包装产品销售商。经过多年的探索，宝洁公司推出了一些重要品牌，如 1947 年推出的汰渍洗衣粉、1955 年推出的佳洁士牙膏、1961 年推出的海飞丝洗发水和帮宝适尿布。公司还积极收购各种品牌，如 1945 年收购斯比克斯潘（清洁液品牌），1963 年收购福杰仕咖啡，2005 年收购吉列。

如今，宝洁是品牌巨头和全球最大的日用消费品生产商。宝洁公司仍在加大投资额以扩大品牌知名度，在 2005 年投入 460 万美元作为广告预算，超过了广告投入最大的通用汽车公司。

资料来源：Hoover's，Inc.

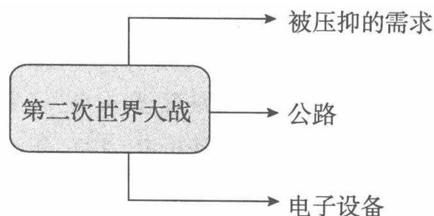
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大规模销售和现代消费产品

大规模销售在19世纪下半叶和20世纪早期发展缓慢。后来第二次世界大战爆发——这个改变游戏规则的事件释放了被压抑的需求，推动了被称为公路的新的道路系统的发展，并促进了新型电子设备的迅速发展。

第二次世界大战之后

第二次世界大战期间，许多美国工厂将生产重心从消费品转移到飞机、步枪等战备物资。因此这些年消费品供应有所减少。战争结束后士兵们返回家中，被压抑的对累积财富的需求突然间被释放出来。[15]

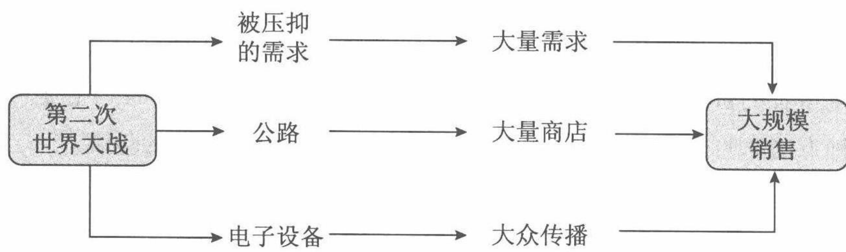


战争还影响了美国的道路和电子技术。战争期间美军在海外作战，军方高层人员对德国的公路系统印象深刻。德国修建公路以在全国范围内快速运送军人和货物。艾森豪威尔总统赞成在美国套用这个方法，开始修建州际高速公路系统——这是将城市与发展中的郊区连接在一起的公路。为了满足军队的需求，研发工作在第二次世界大战期间很繁荣，这在另一方面也促进了电子技术的发展。电视和收音机也开始应用大规模生产方式，这使得普通美国人都能够买得起这些产品。[16]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大规模销售出现

有了第二次世界大战以来打下的基础，大量商店和新的大众传播方式满足了庞大的消费需求。



士兵返回家园，继而出现了“婴儿潮”——这对市场营销的影响从那时一直持续到现在。因为有公路从城郊通往全国，城郊发展得越来越快，新的商场和购物中心也修建起来了。大多数家庭都有了电视机和收音机，美国的消费再次发生了根本性的变化。大规模销售达到了新的高度。

与往常一样，变化总会带来机遇。宝洁公司开始制作电视节目以展示自己的产品，这将制造商宝洁公司与数以百万计的潜在消费者直接联系起来。这是一次革命性的转变，让产品制造商有了更多的主动权，而过去唯一与消费者有直接联系的零售商的权力却变小了。大规模销售时代开始蓬勃发展，消费品公司有了一个媒介，通过这个媒介他们可以向上百万消费者展示他们想展示的任何形象。[17]

早期品牌宣传形式

大规模销售的出现带来了新的管理挑战，这需要高度集中的规划。消费品公司通常分类管理各种产品，新的组织结构中的各底层部门管理各品牌。

举例来说，像通用食品这样的公司可能有咖啡产品。咖啡产品又可分为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好几个种类，比如研磨咖啡和速溶咖啡。每类产品都有很多品牌（比如麦斯威尔），每个品牌都有独立的经理——相当于今天大多数必需消费品公司的品牌经理。确定了消费品业务的大规模销售方向后，品牌经理就开始规划庞大的营销预算，用于大众广告，主要投放在电视广告上。广告客户“买下”全年的电视节目，市场部门设计广告并在节目中播出。[18]

大规模销售对企业品牌的发展至关重要。品牌影响力是许多必需消费品公司赖以创造价值的核心战略标志，备受尊崇的品牌让他们可以使产品定价高于竞争者的价格，而且忠诚的消费者会不断使用他们的产品。企业可以利用多种方法来打造品牌标识，包括文字、标志、标语和独特的包装。

现代状况

从历史中汲取的一个重要经验是，几乎所有的必需消费品在某些时候都会成为可选择消费品，这意味着有些人购买和使用这些产品，有些人却没有。这些产品并非总是深植于文化之中。消费品成为必需消费品有三个条件：大规模生产、大规模销售和被广大消费者接受。产品只有同时具备这三个特点才能真正融入人们的日常生活。

另一个经验是：虽然似乎让人难以理解，但当人们某天回顾现代必需消费品习惯时会觉得不可思议——社会习惯在不断地演进。不变的是技术在不断发展，新的技术会带来新的习俗。我们的子孙后代在将来会看到惊人的变化。新的生产方法会如我们在工业革命时期看到的那样一直发展，新的通讯方式将会改变广告业（就像我们现在看到互联网对广告业的影响），新的航运交通技术会提高货物运输和消费者行动的便利性。

50 年后人们仍会喝汽水吗？汽水会成为历史的遗留物吗？人们还会抽烟吗？我们使用的所有含有害化学物质的家居清洁产品某一天会被禁用吗？未来有哪些我们现在无法想象的必需消费品出现呢？对此，我们只能推测，唯有时间才会给出答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请记住，和过去一样，生活方式会改变。认识到这一点有助于消除我们总想推断未来状况的冲动。无论你投资哪个板块，预测变化也能让你在转折点到来的时刻更快地注意到它们。在我们的一生中，必需消费品领域将继续发展，这些改变将不断带来新的投资机会。

本章回顾



虽然历史不会完全重演，但常规的模式却很容易出现。了解过去为了解当前事务和未来事件提供了背景。今天被我们视为社会“必需消费品”的消费品在过去并非总是如此。美国经历了几个消费变革时期：

- 殖民时期的美国经历了“消费革命”，人们的可支配收入增加了，于是大量购买各种消费产品，这些消费产品开始象征人们的社会地位，并渗透到人们的日常生活中（如食品、饮料、美容产品）。
- 在19世纪，大规模生产技术的出现改变了消费品状况，企业实行规模经济，以更低的单位成本生产更多的产品。
- 运输的进步加强了企业的分销能力，同时也提高了消费者行动的便利性。
- 无线电和电视同时为消费产品企业提供了向广大消费者宣传产品的手段，促进了个性化品牌标识的形成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

必需消费品板块的驱动器

本章将概述必需消费品板块最重要的宏观驱动器。有3种可以用来考察任何证券市场板块前景的驱动器：

- 经济驱动器
- 政治驱动器
- 情绪驱动器

首先评估最适用于必需消费品板块的经济驱动器。虽然本次讨论以美国为中心，但许多原则可适用于任何国家。

经济驱动器

宏观经济指标能反映经济状况。无论是就业人数、GDP还是最新的消费者物价指数报告，这些数据都很重要，因为它们都在某种程度上影响了大多数公众公司的经营。精明的投资者会根据宏观经济数据来评估当前的经济实力以及未来的经济发展方向。

然而解读经济数据并不容易。就业数据很难确定，因为许多经济报告数据不确定，相互间有差异，必须在稍后作出修正。经济报告的另一个问题是短期报告不是特别有用处，因为市场改变经济的速度是惊人的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么如何有效利用宏观经济数据呢？首先要实时关注新发布的最重要的指数，弄清楚目前的情况比投资者信心和市场价格所反映的情况乐观还是悲观？其次要根据目前趋势找到经济未来走向的理论根据。你要的是预测值。你对当天《华尔街日报》头版上的内容没有兴趣，你感兴趣的是下个月或明年《华尔街日报》头版的内容。

虽然讲经济驱动器可以用上整本书的篇幅，但本节将集中介绍最适用于必需消费品板块的宏观经济驱动器。具体来说，我们将评估经济增长、利率、货币和通货膨胀。了解这些驱动器如何影响必需消费品板块，有助于你在不同的环境下决定在投资组合中如何分配对必需消费品板块的投资。

经济增长

最直接的经济驱动器是经济增长。经济增长的最佳衡量标准是国家的GDP（国内生产总值）。

什么是 GDP？ 美国的 GDP 有 4 个主要组成部分：

1. 个人消费支出额：消费支出。
2. 国内个人投资总额：商业支出。
3. 国家消费支出和投资总额：联邦政府、州政府和地方政府的支出。
4. 净出口额：美国出售给外国的货物总额与美国从外国购买的货物总额之差。

美国经济分析局（BEA，www.bea.gov）商务部每季度发布一次美国 GDP 数据。

GDP 和经营业绩 发布的 GDP 数据是美国所有商品和服务的终值。要了解是什么驱动了必需消费品股票，则必须钻研这些数字。例如，如果 GDP 比上一季度预期值要高得多，就要问一问：这究竟是什么原因？这是不是高于政府预期支出？消费支出是不是有大的反弹？对股票投资组合经理人而言，要想在最佳时机对正确的市场领域进行投资，确定推动整体经济的驱动因素是关键所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过图 3－1 所示的 GDP 主要组成部分可以知道，对可口可乐公司或金佰利公司最有影响力的是消费者。GDP 增长率公布后，这些公司最先关注的是个人消费支出额。

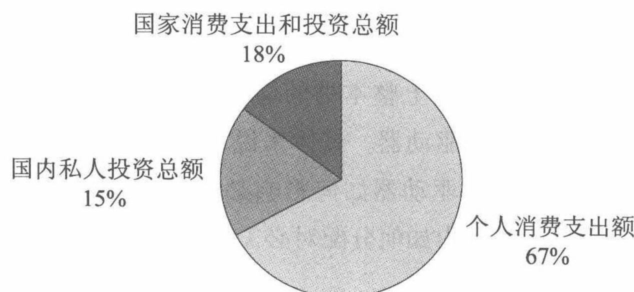


图 3－1　2007 年 GDP 分析

资料来源：美国经济分析局

个人消费支出　个人消费支出（PCE）一般被称为“消费支出”，占美国 GDP 近 70%。PCE 是消费者花费在商品和服务上的总支出。因为消费者对整体经济健康有重要影响，所以分析家们密切关注着可支配个人收入等许多指标，目的是了解消费者如何消费。

可支配收入是税后收入，是个人可以用来开销或储蓄的钱。从理论上讲，人们的可支配收入越多，就越愿意购买商品和服务。因此，PCE 和可支配收入往往紧密联系在一起。在 BEA 的网站上，除了可以找到 PCE 数据，还可以找到可支配个人收入的数据。

对于必需消费品投资者而言，关心的主要问题不仅仅是消费者总支出额，还必须设法弄清楚消费者把钱都花在了什么地方。GDP 报告中的 PCE 类中有 3 种类型的消费品：耐用品、非耐用品、服务。

非耐用品与必需消费品类股票关系最紧密。非耐用品使用寿命不超过 3 年，其中包括各种必需消费品，如洗发水、电池、蔬菜等。有些属于可选择消费产品的商品（如服装）也是非耐用品。必需消费品是无论经济状况好还是坏消费者都要重复购买的产品，因此大多数必需消费品都是非耐用品。非耐用品支出约占个人总支出的 30%。①

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PCE 和股票业绩 稳健的消费支出通常对必需消费品类股票的绝对业绩有积极影响。图 3－2 显示了标准普尔 500 指数必需消费品板块每年同期（YoY）价格变化与标准 PCE 的 YoY 变化。

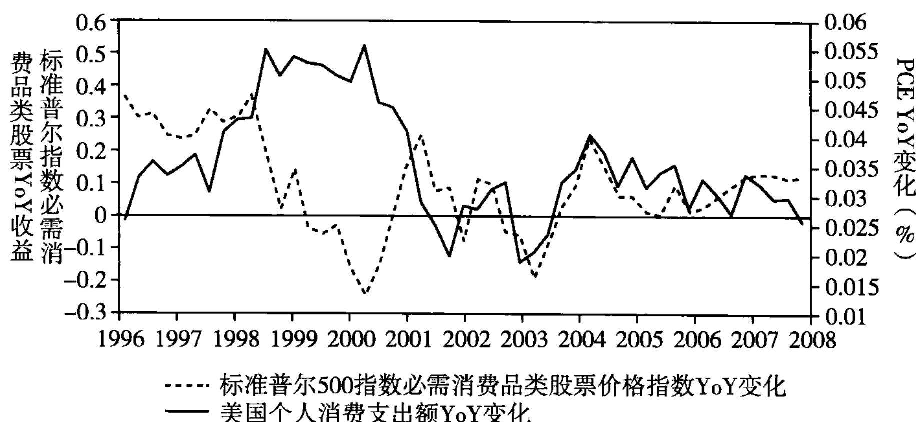


图 3－2 标准普尔 500 指数必需消费品绝对股票业绩与 PCE 增长

资料来源：汤姆森数据库

图 3－2 说明了两件事情。消费支出通常对必需消费品板块的绝对股票业绩有积极影响，但却并不总是这样——1998～2000 年的情况可以作为证明。即使在 PCE 稳定健康增长之时，必需消费品的指数也下降了。

对必需消费品类股票糟糕表现的最好解释可能是 20 世纪 90 年代末汹涌的牛市激发了投资者的高亢情绪。在 90 年代后期，许多投资者看到投资必需消费品类股票的机会成本很高，因此他们将投资资金转向经济敏感性更高的板块，比如科技股。当时消费支出稳健，大多数必需消费品企业业绩出色，但投资者对必需消费品板块的投资热情相对低落，因而股票收益下跌。

在图 3－2 中，情况从 2001 年开始改变。投资者的热情开始冷却，熊市接踵而至。在这个时候，必需消费品类股票业绩与 PCE 更同步，这一趋势从 2001 年持续到 2007 年。这种长期契合的关系给人一种更直观的感觉——消费支出增多有助于必需消费品公司盈利，且该盈利最终应转化为股票业绩。图 3－2 中 PCE 与必需消费品绝对业绩的相关系数为 0.54，表明这两个变量之间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是正相关关系。

现在来一点变化。如果变换对比的事物，将 PCE 与必需消费品相对业绩进行对比情况又将如何？图 3-3 给出了相同的 PCE 数据，而作对比的是标准普尔 500 指数必需消费品板块的相对业绩。这一次可以看到两者的相关系数是 -0.65，是负相关关系，即这两个变量大多数时候都是朝相反的方向变化的。

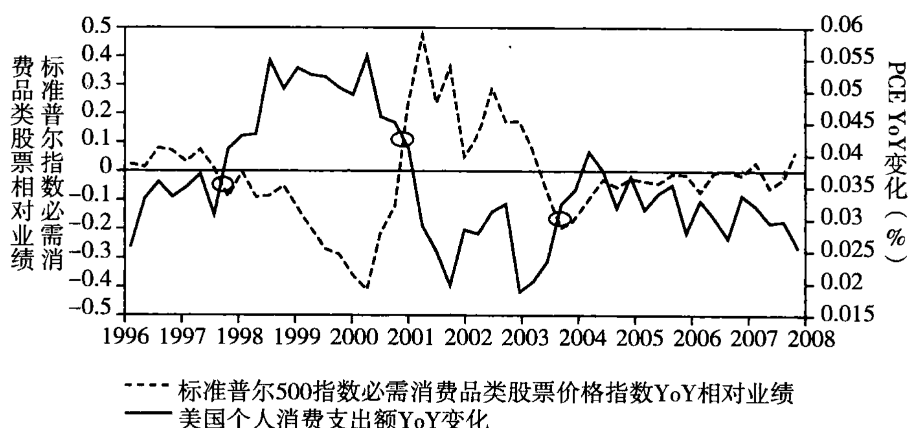


图 3-3　标准普尔 500 指数必需消费品类股票相对业绩与 PCE 增长

资料来源：汤姆森数据库

与图 3-2 相似，从图 3-3 中可以看到从 1997 年到 2000 年，必需消费品类股票在整个市场中表现不佳。在这一时期个人消费支出高涨，经济发展强劲，但投资者的投资热情却不在必需消费品板块上，因此该板块的表现逊于市场中的其他板块。

2000 年，活跃的市场放慢脚步，科技股开始预示不祥的征兆，必需消费品类股票的相对业绩大幅上涨。请注意，这种情况正好发生在 2000 年年初 PCE 开始暴跌的时候。但如果消费支出能积极推动必需消费品企业，那么为什么恰恰在消费支出开始下降时必需消费品板块相对而言却表现得那么好呢？

答案在于必需消费品类股票在大多数投资组合中发挥的作用——它们通常被当做具有防御性的安全避风港。为此，搞清楚一点很重要，必需消费品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最有力的经济驱动器——消费支出——可能与收入、绝对股票业绩呈正相关关系，但也往往与相对股票业绩有负相关关系。

由此我们可以知道：如果打算长期持有必需消费品类股票，当消费支出上涨、经济景气的时候，股票的绝对业绩可能较好（在这种环境下整个市场的表现也较好）。但如果是以搏击市场为首要目标的多样化投资组合，在消费支出减弱、减少时持有更多必需消费品类股票，在消费支出增长时持有较少必需消费品类股票，更有可能得到更多的收益。这是违反直觉的，但却是事实。

利率

利率是必需消费品板块另一个重要的驱动器，因为利率是企业和个人借贷成本的信号。

当人们谈论利率时，通常指的是利率两种类别中的一类。有一种利率是中央银行利率，由国家的中央银行（在美国是美国联邦储备系统，或称“美联储”）直接或间接控制。这种利率是中央银行制定货币政策的一种工具，中央银行会在适当的时候提高或降低中央银行利率来控制通货膨胀、维持经济发展、鼓励就业或实现其他政策目的。

所有其他利率，即所有票据、公司证券及其他债券的利率都是由市场决定的。这些利率的浮动可以而且确实与中央银行利率无关，是一个机构借贷成本的指标。

良性利率通常转化为更低的借贷成本，而较高的利率使借贷成本更高。因此，像可口可乐企业（最大的可乐装瓶厂）这样资本密集型的公司比可口可乐公司（拥有可口可乐品牌，但授权许多厂家生产产品）这样非资本密集型的公司面临着更多高利率带来的阻力。

利率除了影响公司的借贷成本，还会影响消费行为。良性的借贷成本可以创建一个良好的个人借贷环境，这会使 PCE 水平更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币

货币主要以两种方式影响经营业绩。首先，如果一个国家货币疲软，会致使该国制造的产品对于海外买家来说相对便宜。低廉的价格在国外可以成为需求的催化剂，帮助企业增加在货币更坚挺的国家的销售收入。如果一个国家的货币坚挺，就会使企业生产的产品对于外国消费者来说相对昂贵。

货币疲软不仅可以使国内企业的产品在国外更具竞争力，还能将货币换算差额的积极影响转移到在货币坚挺的国家出售的商品上。例如，如果好时公司同样规格的一包里斯巧克力在美国售价 1 美元，在欧洲售价 1 欧元，如果欧元兑美元升值，公司收入就能得益于外汇收益。如果欧元比美元高出 10%，而好时公司并没有收回从销售中赚得的欧元，好时公司每包里斯巧克力的收入是 1.10 美元。当然，当商品出售地的货币比本国货币疲软时，就会出现相反的结果。

货币在必需消费品板块是一个重要变量，因为该板块的很多领先者在海外销售的份额很大。例如可口可乐公司 75% 以上的经营收益都来自北美以外的销售。[②]

因此，虽然不必根据货币预测来选择合适的投资，但了解企业的外汇风险以及企业如何管理外币风险有助于更好地分析收益驱动因素和风险。

通货膨胀

必需消费品的第三个关键的宏观经济驱动器是通货膨胀。有几种被广泛采用的方法可以用来衡量通货膨胀，包括 CPI（消费物价指数）和 PPI（生产价格指数）。

什么是 CPI？ CPI 反映了消费者在商品和服务上花费了多少，是一种广泛使用的通货膨胀指标。CPI 是在零售层面衡量通货膨胀。具体而言，该指数衡量 200 多种产品和服务零售价的平均变动。CPI 衡量的产品分为 8 组，如图 3－4 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

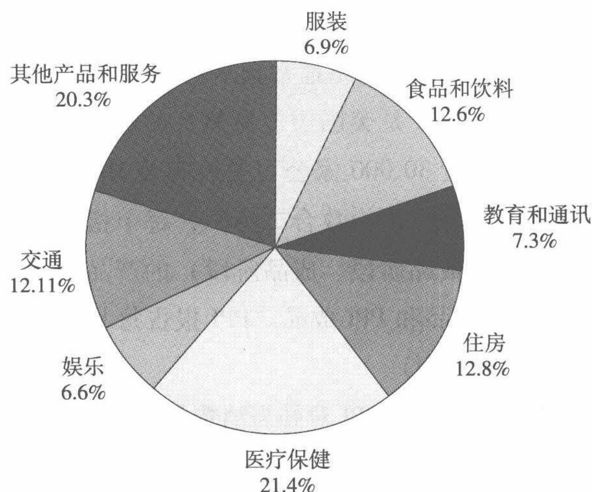


图 3－4　CPI 饼状图

资料来源：汤姆森数据库，数据截至 2008 年 6 月 30 日

CPI 数据每月由美国劳工统计局（BLS）发布，可在 www. bls. gov 上查询。请注意，CPI 和政府公布的所有经济统计数据一样有矛盾和缺陷，但 CPI 确实反映了整体消费价格的走势。

CPI 的影响　美国劳工统计局把 CPI 的 8 组产品分解得更详细。以食品类为例，CPI 将食品类分成“在家食用的食品”和“在外食用的食品”两个子类，还可以进一步分成单个产品，这样就能知道肉类、奶制品、水果、蔬菜等产品各自的价格趋势了。CPI 涵盖了所有主要食品，还包括其他必需消费品行业的商品，如烟草、酒精饮料和个人护理产品。

CPI 报告覆盖面很广，是衡量必需消费品板块价格趋势的有用资源。如果报告数据急剧上升，通常意味着零售价格在攀升。消费价格指数上升对必需消费品公司而言是件好事，因为单位销售额会因此提高。无论价格是否上涨，只要销量不变，这种趋势就是利好的。

CPI 的一个缺点是它不会详细说明盈亏业绩。要想衡量利润趋势，需要更全面地了解供应链。在这一点上，PPI（生产价格指数）是个方便的工具。

什么是 PPI？　CPI 报告衡量的是零售层面的通货膨胀，而 PPI 报告衡量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是批发层面的通货膨胀。但是这两个衡量通货膨胀的指标在某种程度上相互联系，因为企业在批发层面的价格通常预示着零售商在供应链末端的价格。

PPI 于 1902 年开始使用，是美国历史最悠久的通货膨胀衡量工具。为了完成报告，美国劳工部向近 30 000 家公司发放有关 100 000 种不同商品定价的问卷。[③] PPI 报告基本上将三项指数合二为一，每个指数代表生产过程中不同阶段（原物料阶段、半成品阶段、成品阶段）的产品。这些指数被正式地称为 PPI 原物料、PPI 半成品和 PPI 成品。PPI 报告每月由美国劳工统计局发布（可在 www. bls. gov 上查询）。

PPI 和经营业绩 要想评估 PPI 对必需消费品类股票的影响，我们要评估供应链的每一级。从理论上讲，从未加工产品开始，每一级 PPI 都可以被看做是下一级 PPI 的先行指标。

> **PPI 原物料**：未加工产品指数指的是原材料成本，包括可食用商品（如小麦和大豆）和非食用商品（如煤和木材）。供给和需求驱动商品市场的价格（所有的东西都在自由市场上交易）。当需求量超过供给量时，原物料的价格就会上涨，日常消费产品基本原料的投入成本就会提高。供应链前端价格上涨通常对经营原材料的一方（如种植小麦的农民或原油勘探公司）有利。
>
> **PPI 半成品**：作为 PPI 供应链的第二级，很多半成品都是根据原物料价格定价的。半成品指数表明了商品成为成品前、在过渡加工阶段时的成本。
>
> 举例来说，美国玉米制品国际有限公司将玉米加工成玉米糖浆，玉米糖浆又可应用于软饮料这样的成品之中。如果在 PPI 报告中作为原物料的玉米价格上涨，那么玉米制品国际有限公司有可能提高玉米糖浆的价格来收回增加的成本，这进而又影响了百事公司。在 PPI 报告的成品部分可以找到百事公司的产品。
>
> **PPI 成品**：成品指数是 PPI 报告中最受关注的部分。该指数不仅与零售商的最终批发成本有关，还对消费者的购物价格有非常大的影响。
>
> 如果像沃尔玛这样的零售商因为百事公司的投入成本上升而必须为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百事产品支付更多费用，那么零售商之后必须决定向消费者转嫁多少涨价成本。由于零售业竞争非常激烈，定价非常重要，竞争往往使零售商的提价幅度低于企业在生产过程早期阶段的提价幅度。供应链各级的定价能力说明生产价格与消费价格不同，上升或下降并不是直线型的。如果注意到某个时期PPI比CPI上升的幅度大，生产商会提高价格，但并不会全部转嫁到最终消费者身上。这说明零售商有利润压力，可能他们进货的成本提高了，但却没有以相同的幅度提高产品售价。

PPI与CPI 图3－5显示了1990年以来CPI和PPI的趋势，PPI又可细分为生产的三个阶段的PPI。

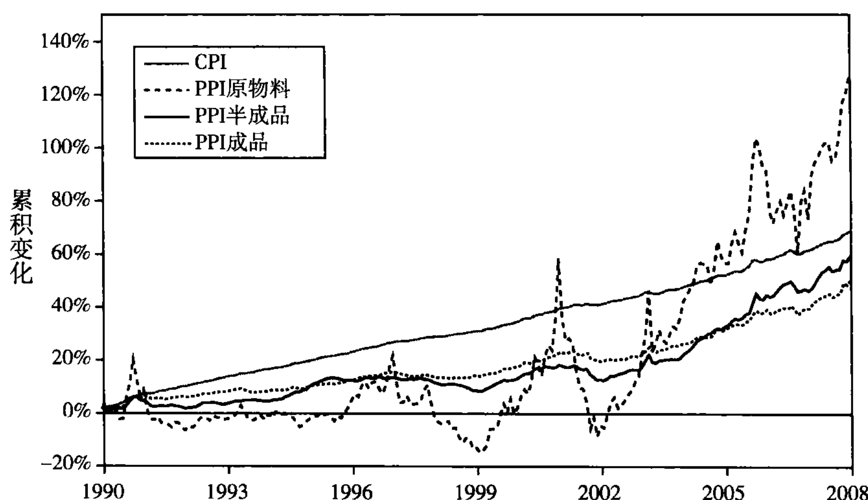


图3－5 CPI与PPI

资料来源：汤姆森数据库

请注意，CPI和成品PPI有相似性，两者都稳步上升。原材料价格起伏不定，因为这一领域的产品商品化了。没有人对玉米的要价是其他人的两倍，因为总有一个占优势的品牌，该品牌有大多数人会选择的商品。在供应链的成品环节，产品的标准化程度降低了，品牌影响力变得更重要，优先定价机会开始起作用了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定价能力在不同层次有所不同，这是造成图 3 - 5 中三个阶段的 PPI 看起来如此不同的原因。请注意，自 2005 年以来原物料价格急剧上涨，而半成品或成品价格并没有相同幅度的增长。许多必需消费品板块的高级管理人员称 2008 年他们面临着自己 30 多年职业生涯中最大的投入成本压力。

然而，尽管投入成本有波动，生产成品的企业并不会轻易采取不稳定的定价策略。相反，企业会根据成本结构、商品前景、竞争者动向来制定系统的定价决策，这有助于保持消费者和市场份额的稳定。

消费类产品约占 PPI 成品的 75%，是分析必需消费品类股票的一个有益的参考指标。如果消费类产品价格飙升，可以肯定 CPI 也会随之上升，这意味着当企业试图在维持销量增长的同时提高价格，定价能力和品牌质量会成为越来越重要的战略属性。[④]图 3 - 6 显示了 PPI 指数中成品主要类别的相对重要性。与必需消费品最相关的组成部分包括非耐用品和消费类食品，超过了整个 PPI 的 64%。

大多数投资者认为适度的通货膨胀是健康的，因为适度的通货膨胀可以让生产者给商品标价更高，从而提高收入。什么是最佳通货膨胀水平？没有统一的看法。但必需消费品类股票的投资者必须不断分析必需消费品的价格和销量趋势，了解每个企业是如何应对目前的通货膨胀的。

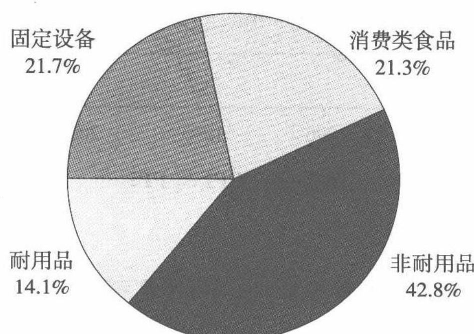


图 3 - 6 PPI 成分饼状图

资料来源：美国劳工统计局，数据截至 2007 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你总是在埋单

提高价格不是企业将增加的成本转嫁到消费者身上的唯一方法。

家乐氏公司通过使用更小的谷类食品包装盒成功地将因原料和燃料价格飞涨而增加的成本转嫁到消费者身上。从 2008 年 6 月开始，家乐氏开始推出重量比以前轻 2.4 盎司的 Froot Loops、Cocoa Krispies 和 Apple Jacks 盒装谷类食品，价格有低位中数位至中位单数位的增长。

资料来源：家乐氏改小包装，向消费者转嫁成本，《华尔街日报》，2008 年 6 月 16 日

政治驱动器

华盛顿有什么动静就会影响到华尔街。情况向来如此，也许永远如此。因此，让我们将注意力转向某些与必需消费品板块联系最紧密的政治驱动器——税收和贸易政策。

税收

税收政策无论从宏观上还是微观上对股票市场都是一个经常存在的驱动器。通常来说，税收增加，收入就会减少。如果薯片的税收大大增加了，人们可能就会减少薯片食用量，转而消费替代产品，如饼干。税收是总体经济活动的重要驱动器，对测定具体行业业绩也有一定作用。

现在通过几个事例来看税收对经济的总体影响。首先是个人所得税。凯恩斯经济学之父约翰·梅纳德·凯恩斯认为政府可以利用税收来提高或降低社会消费水平。该理论的基础是税收政策可以改变消费者的可支配收入水平。较低的税收对于有边际消费倾向的经济是有利的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里向不了解经济学基本原理的人做一下解释，**边际消费倾向**说明了随可支配收入变化而产生的消费变化。如果用等式来表示，即边际消费倾向等于消费变化除以造成该消费变化的可支配收入的变化。例如，如果琼斯一家今年税收减免且家庭收入增加 10 000 美元，他们的边际消费倾向为 0.70，他们今年会多花销 7 000 美元，同时储蓄剩下的 3 000 美元。通过**乘数效应**，他们的 7 000 美元又会被经济链中的其他人花费数次，促进了整体经济活动。

当个人所得税政策发生变化时，投资者要问两个问题：这种变化会如何影响经济？哪些板块最有可能受益？

由于通常可支配收入水平越高，消费支出水平就越高，较高的消费支出与必需消费品板块相对业绩是负相关的（根据之前的分析），较低的税收可能不利于该板块。相反，如果你认为较高的税收可能减少可支配收入并减缓消费支出，你可能会认为税收对该板块盈利是有利的驱动器。

第二个主要税收驱动器是销售税。销售税是销售点消费税。当国家或州提高销售税时，消费支出不可避免会受到影响，需要做与评估个人所得税变化时所做分析类似的分析。

在许多海外地区，包括欧洲，增值税（VAT）制度是普遍存在的。这种税制与销售税不同，因为增值税是征收企业应征税销售额的一小部分。增值税是以产品在供应链各个环节中增加的总价值为基准的。因税率不同，最终消费价格可能高也可能低。例如，在德国，增值税分为两个层次：食品商品增值税和非食品商品增值税。每个类别的税率可以不同，而且欧盟成员国的税率也各不相同。投资国际必需消费品公司时关注增值税规定的变化是有必要的，因为增值税税率变化会影响消费以及企业的盈利能力。

税收作为必需消费品类股票的驱动器的最后一个重要方面是它对特定行业的影响。立法者锁定某些必需消费品行业以控制有危害的产品的消费，如香烟和酒。例如，自 1997 年以来，美国各州香烟的加权平均税收从 1997 年的 0.32 美元上升到 2008 年的 0.95 美元，上涨了 198%。[⑤]未来影响必需消费品板块的税收可能包括含糖产品（如汽水）强制性税收，其目的是抑制肥胖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贸易政策

自由贸易对经济全球化而言是必不可少的，自由贸易开放了跨国贸易及资本流动。尽管国际社会从贸易方面来讲变得越来越完整，但仍有一些人为影响进入市场，干扰了自然的定价机制。这些人为影响主要是关税和补贴。

从理论上讲，贸易政策会影响所有出口商品和拥有国外子公司的必需消费品企业。各国之间有贸易协定，由于协议条款有差异，国内产品在国外市场可能有竞争力，也可能没有竞争力。当保护主义风行之时，政府可能会倾向于给国内生产商增加补贴或对进口商品施行关税。这些行为都会改变竞争格局。

在美国当农民也挺好的

如果你喜欢在户外活动，那就在美国当农民吧，还能享受到特殊待遇。2004年，美国农业计划将从美国食品消费者处获得的1 620万美元以补贴和关税的形式发放给农业生产者。这使人不能不质疑这种“援助”，美国农业政策自20世纪30年代以来基本上没有变化，农民的平均收入（2005年为79 965美元）超过了一般美国家庭的平均收入（2005年为63 344美元）。

资料来源：克里斯·爱德华兹，削减农业补贴的十大理由，贸易政策研究中心，2007年6月28日；丹尼尔·格里斯沃尔德，农业政策中的高价格，贸易政策研究中心，2005年9月25日

提到农业这个最容易被扭曲的行业时，贸易政策对必需消费品板块的影响最大。发达国家的政府通过价格支持以及直接发放资金的方式为农民提供大量补贴。这对发展中国家来说是不利的，发展中国家的农产品通常有比较优势，但这些国家没有能力补贴农业部门。此外，许多发展中国家的产品在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国外要收取高昂的关税。农民是需要慎重对待的政治力量，他们是强大的游说团体，使发达地区（如美国和欧洲）的改革面对政治上的难题。最终，补贴和关税并没起到效果，反而使消费者承受了更高的价格。

情绪驱动器

情绪是股票市场最难以捉摸的驱动器。从核心来讲，情绪是人们的心境。情绪对股票市场行为有很大的影响力，因为股市是由人们作决策来驱动的，包括人们的理性决策和非理性决策。

有关玉米的难题

如果你感兴趣，可以尝试种植玉米。美国对巴西进口的甘蔗酒精施以重税以防止其与美国生产的玉米酒精竞争。关税的存在是因为如果国外酒精的进口价是公平市价，国内的酒精业务就会受损，因为玉米酒精的生产成本高于巴西甘蔗酒精的生产成本。国内种植玉米的农民对这种关税拍手称快，因为关税通过人为刺激需求而抬高了玉米的价格。受惠于该贸易政策的必需消费品公司之一是 ADM 公司（Archer Daniels Midland，阿彻丹尼尔斯米德兰），这个谷物加工商也恰好是国内最大的酒精生产商。

像 ADM 这样的公司有动机欢迎这种关税，而消费者则有充分的理由三思。关税给消费者带来的结果包括消费者要为酒精、食品以及其他任何与玉米相关的商品支付更多金钱，因为政府强加的关税改变了巴西商品的比较优势。

情绪对消费行为也有影响，就像潮流对汽车或服饰的影响。20 世纪 70 年代的大喇叭腿牛仔裤是情绪在服装上的反映。对于必需消费品而言，情绪能左右食品的受欢迎程度。例如，当艾特金斯饮食法（低碳水化合物饮食法）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风行时，高碳水化合物的食品变得不受欢迎。情绪也能决定什么类型的美容产品会流行，什么类型的饮料产品会成为下一个时尚。

作为必需消费品板块的投资者，有两种主要的情绪驱动器：弹性或非弹性优先选择、品牌价值。

弹性/非弹性优先选择

了解情绪是否有利于价格、收入弹性或非弹性的企业，是评估投资组合中必需消费品类股票的关键变量。当情绪变得悲观时，投资者通常会重点投资价格和收入非弹性的企业，因为他们认为这种企业在经济环境恶化时也可能保持稳定的需求量。在这种时期，必需消费品类股票的相对估值倍数可能会扩大。相反，当价格和收入弹性变得让人觉得有利可图之时，投资者更青睐经济敏感型的投资（如 20 世纪 90 年代的科技股），必需消费品类股票的相对估值倍数会缩小。无论是哪种情况，相对估值的增减主要是投资者情绪变化的结果。

品牌价值

有时市场会高度重视无形资产，如品牌价值。例如，在 20 世纪 90 年代，人们认为可口可乐公司拥有不可阻挡的全球性品牌，P/E 比率超过 40（通常高增长率的科技股而非必需消费品类股票才有这种情况出现）。当企业必须增加投入成本（投入成本增加会使消费者购买商品的价格上涨）来增加竞争力时，品牌资产成为焦点。与没有品牌实力的企业相比，拥有强大品牌的企业最有可能在提高价格的同时维持消费者基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章回顾



必需消费品板块有许多控制运营业绩和股市业绩的驱动器。这些驱动器可以分为三类：经济驱动器、政治驱动器和情绪驱动器。

- 最直接的经济驱动器是经济增长，通常用 GDP 来衡量。
- 个人消费支出（PCE）是 GDP 最重要的组成部分，个人消费支出与必需消费品板块密切相关。它与该板块绝对业绩是正相关关系，与板块相对业绩是负相关关系。
- 通货膨胀是必需消费品板块的驱动器，通常用 CPI 和 PPI 指数来衡量。CPI 表明零售价格膨胀，PPI 表明生产阶段的价格膨胀。分析各指标有助于了解该板块的投入成本压力和价格趋势。
- 像税收和贸易政策这样的政治驱动器也会影响必需消费品板块。税收政策能影响消费产品的需求水平，贸易政策通常对供给有影响。
- 情绪是必需消费品板块最难以触摸的驱动器。具体的情绪驱动器包括弹性/非弹性优先选择和品牌价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2

Consumer Staples

费 希 尔 投 资 系 列

第二部分

下一步：必需消费品详解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

必需消费品板块分析

你已经了解了必需消费品板块及其起源，现在该研究组成该板块的行业了。对各行业我们提出以下4个基本问题：

1. 市场有多大?
2. 最大的企业有哪些?
3. 行业如何运作?
4. 行业有哪些驱动器?

回答这些问题可以了解必需消费品板块每个行业的基本框架。掌握了这些知识就可以更好地了解该板块的业务经理每天设法掌握的变量，这样你就能成为更好的投资者。

当你寻找考虑投资的某个行业的资料时，本章可作为参考指南。基于这一点，如果你对某些行业特别感兴趣，你可以随意跳转到本章的相关内容。

全球行业分类标准

开始之前我们先了解一些定义：GICS，即全球行业分类标准是根据相似性对企业进行分类的标准，是一个被广泛认可的行业框架。GICS 结构包括 10 个板块、24 个行业群、68 个行业和 154 个子行业。从最概括的板块到最具体的子行业，这种结构有 4 个层次：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 板块
- 行业群
- 行业
- 子行业

首先分析必需消费品板块的不同组成部分。根据 GICS，必需消费品板块包括 3 个行业群、6 个行业和 9 个子行业。以下是必需消费品行业和相应的子行业：

- 饮料
  - 啤酒
  - 烈酒与葡萄酒
  - 软饮料
- 食品产品
  - 农产品
  - 包装食品与肉类
- 烟草
- 家居用品
- 个人用品
- 食品和日用品零售
  - 药品零售
  - 食品分销
  - 食品零售
  - 大卖场和超市

在深入研究各行业之前，了解必需消费品在全球的状况以及必需消费品如何适应更广泛的基准至关重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球必需消费品基准

什么是基准？基准有什么作用？为什么需要基准？基准是建立股票投资组合的指南。任何合理的指数都可以作为基准，表 4－1 给出了一些例子。通过研究基准（即指数）的构成，投资者能够确定预期风险，在不同行业中作出投资决策。这一做法不论对一个板块还是对更广阔的股票市场而言都是可行的。必需消费品板块还有许多潜在的基准可以选择（第七章讨论自上而下的方法时会进一步探讨基准）。

基准差异

那么必需消费品投资总体状况如何呢？这取决于基准，因此要谨慎选择基准！美国必需消费品板块的规模很大，与小型必需消费品板块不同，新兴市场（emerging markets，EM）与发达国家也有所不同。

为什么大型股和发达国家更优异呢？大部分差异可以归因于众多国家大型必需消费品企业拥有的广大市场份额和国际业务。发达国家的企业是新兴市场的大卖家（这也解释了为什么在新兴市场中必需消费品的分量相对较小）。成功的小型必需消费品公司有可能被大公司收购，因此企业的生存状况也是不同的。表 4－1 显示了美国国内和国际主要基准指数以及每个板块所占的比重。

表 4－1 显示出必需消费品板块在发达国家的市场份额约为 9%（根据 MSCI 世界指数基准）。根据国际通用的自上而下的投资策略，可以利用该百分比粗略估算在投资组合中应该给必需消费品类股票分配多少投资。（注：后面的章节将讨论如何根据对市场状况的理解作出更精确的投资分配。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－1 基准差异

板块	MSCI 世界指数（发达国家）	MSCI 远东指数（除美国以外的发达国家）	标准普尔 500（美国大型股）	罗素 2000（美国小型股）	MSCI 新兴市场指数
可选择消费品	9.8%	10.8%	8.5%	13.5%	4.9%
必需消费品	**8.8%**	**8.5%**	**10.2%**	**3.0%**	**4.2%**
能源	10.9%	7.9%	12.9%	6.7%	18.0%
金融	22.6%	26.9%	17.6%	18.9%	21.7%
卫生保健	8.7%	6.3%	12.0%	14.5%	1.6%
工业	11.4%	12.1%	11.5%	15.1%	9.7%
信息技术	11.0%	5.5%	16.7%	18.3%	10.1%
材料	7.2%	9.9%	3.3%	5.6%	14.7%
电信服务	4.9%	6.2%	3.6%	1.5%	11.5%
公共事业	4.7%	5.9%	3.6%	3.0%	3.5%
合计	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

资料来源：汤姆森数据库；MSCI，Inc.，[①]数据截至 2007 年 12 月 31 日

了解板块基准比重是一个有益的起点，但还有一个关键的问题要回答——你想拥有什么样的必需消费品类股票？你可以对照图 4－1 显示的 MSCI 世界必需消费品板块行业分析来进一步研究。

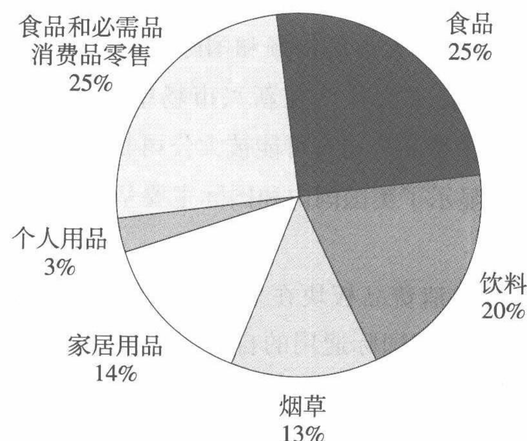


图 4－1 MSCI 世界必需消费品行业分析

资料来源：汤姆森数据库，数据截至 2007 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

食品、饮料和烟草

现在来看看各行业及其子行业。在审视各行业（或子行业）时主要侧重于4个方面：

1. 市场规模
2. 大型企业
3. 运营模式
4. 独特的行业发展驱动器

GICS（全球行业分类标准）将食品、饮料和烟草行业合为一个行业群。食品行业包括生产食品产品（如谷类食品、微波炉加热食品）和糖果点心（如口香糖和糖果）的企业。饮料行业包括生产碳酸汽水、瓶装水、酒精饮料、果汁等产品的企业。烟草行业以大型香烟制造商为代表，除了“必需消费品”的特性外，与食品、饮料行业没有太多共同点。

由于这些行业有很大不同，我们将一一分析，首先从食品行业开始。

食品行业

和许多行业一样，食品企业也有上游和下游之分。有些食品企业涉及加工食品生产的早期阶段，与农民紧密合作生产农产品。涉及加工食品生产以后阶段的企业将农产品变成消费者可以在食品杂货店货架上找到的成品包装食品。全球食品产品行业仅分为两个子行业——包装食品与肉类行业（占92.4%）和农产品行业（仅占整个食品行业的7.6%）。

全球食品市场究竟有多大？接近1万亿美元，占MSCI世界必需消费品基准的25%左右。[2]表4－2显示了按市值排名的全球十大食品企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－2　全球十大食品企业

排名	企业名称	国家	市值（百万美元）
1	雀巢	瑞士	180 544
2	联合利华集团*	英国/荷兰	111 906
3	卡夫食品	美国	50 485
4	达能	法国	46 037
5	阿彻丹尼尔斯米德兰	美国	29 849
6	吉百利	英国	26 062
7	丰益国际	新加坡	23 911
8	家乐氏	美国	20 653
9	通用磨坊	美国	19 196
10	亨氏	美国	14 793

* 联合利华集团由两家母公司在两地上市，这两家母公司是：联合利华 NV（荷兰）公司和联合利华 PLC（英国）公司。

资料来源：汤姆森数据库，数据截至 2007 年 12 月 31 日

在家吃还是在外面吃？

我们分析食品企业时通常会将在超市购买并在家中食用的食品与在餐厅（或在外）购买的食品区分开来。美国“在家”与“在外”食用的食品支出如表 4－3 所示。

请注意，这些年来美国人在外进餐日益普遍。20 世纪 60 年代，76% 的食品支出是用在在家食用的食品上。到 2006 年，这个数字下降到 53%。由于一家人围着饭桌吃饭的次数减少了，食品制造商就加大生产可以“边忙边吃”的产品，如蛋白棒、快餐包和微波食品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-3 美国食品产品支出

年份	在家食用的食品（10 亿美元）	在外食用的食品（10 亿美元）	总计（10 亿美元）
2006	546.9	486.2	1 033.1
2005	515.1	451.6	966.6
2004	487.4	427.0	914.4
2003	468.6	403.9	872.4
2002	450.0	385.2	835.3
2001	437.8	369.5	807.4
2000	416.0	357.2	773.3
1995	342.1	276.5	618.7
1990	296.8	225.3	522.1
1980	179.7	103.1	282.8
1970	74.8	33.8	108.6
1960	50.3	16.2	66.5

资料来源：美国农业部

农业综合行业　食品行业可以根据经营方式进一步细分为农业综合行业和包装食品行业。食品行业始于农场。农场生产产品供应给肉类和农作物加工行业，这种企业属于农业综合行业。农业综合行业处于食品生产过程的中间阶段，在农民和超市之间。

农作物加工厂生产配料出售给包装食品工厂，包装食品工厂再制作成品。农作物加工企业包括阿彻丹尼尔斯米德兰公司和邦基有限公司。这些公司加工原粮，包括玉米、小麦和大豆，成品包括植物油、淀粉、玉米糖浆等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玉米大丰收

玉米是美国产量最高的作物。人们喜欢玉米不仅仅是因为喜欢玉米棒子。玉米有 3 500 多种不同用途，大多数用于消费和工业相关产品，常见的用途包括牲畜饲料、淀粉、酒精燃料以及各种成品油。

资料来源：玉米加工协会；米加·罗森堡，墨西哥通过种植转基因玉米的条例，星球方舟，2008 年 3 月 25 日

肉类加工厂也发挥了中间商的作用。这些企业从事牲畜屠宰和加工，为肉类零售做准备。不同的牲畜的生命周期不同，影响了各自供应链的灵活性。例如，鸡和火鸡成长、上市速度最快（它们的生命周期平均为 7 个月左右）。虽然许多肉类加工商是中间商，但其他肉类加工商（如荷美尔食品公司）是垂直一体化的。荷美尔公司自己饲养、屠宰猪，还销售成品，如午餐肉和荷美尔辣椒酱。

最后要说的农业综合产业是乳业，包括生产牛奶、黄油、奶酪等产品的企业。多年来，奶农变得越来越依赖自动化生产流程，对人工的依赖越来越少。这推动了规模经济，仍然分散的行业也有一些整合。乳制品生产行业最大的整合者是迪安公司。

分销对农业综合产业至关重要，因为大多数企业将产品运送到食品加工商或零售商那里要经过很远的距离。这些企业依靠各种运输手段进行运送，包括卡车、铁路和驳船。食品加工巨头阿彻丹尼尔斯米德兰拥有并经营超过 20 000 辆有轨车、1 500 辆拖车和 2 000 艘驳船。[3]

包装食品业务 涉及食品生产后期阶段业务的企业被称为包装食品企业。像卡夫食品和家乐氏这样的企业向零售商销售成品，零售商再将成品出售给消费者。零售商在加工阶段获得食品构成了食品总成本中的大部分。包装食品企业包装产品、将产品运往零售商、为销售做宣传都有支出。人力成本占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包装食品企业成本的很大一部分，因为企业愿意出高薪吸引能够打响企业品牌的管理人才。

包装食品企业有不同的分销渠道。有些企业直接将产品运送到零售商店并将产品上架。其他企业可能有仓库来储存产品，等到零售商或第三方来挑选产品并送往商店。

“在家食用”食品最重要的零售渠道是杂货店。最近，大型购物中心、仓储超市和沃尔玛一样起到越来越突出的作用，都加大了食品的销售。为了提高分销能力和更好地销售“在外食用”食品，亨氏、金宝汤公司（Campbell Soup Co.）等企业通过“食品服务网点”（设在超市外的零售网点）来进行销售。各企业也在扩大海外销售，力求海外市场快速增长。

为了帮助你了解这些不同的供应链结构如何使企业盈利或亏损，表4－4和表4－5列出了5个全球最大的农业综合企业和包装食品企业5年的平均营业毛利。请注意，包装食品企业毛利更高。这主要是因为包装食品企业的成品对于消费者而言区分度更高，而谷物加工商的产品更普通化。一般来说，越普通的产品毛利越低，这是因为没有差异性的产品就没有涨价能力的基础。有一点要注意，农业综合企业对商品物价变化非常敏感，其产品有时候与其说是必需消费品，不如说是原料储备。

表4－4　全球五大农业综合企业

排名	公司名称	国家	市值（百万美元）	营业毛利（5年平均值）
1	阿彻丹尼尔斯米德兰	美国	29 849	4.0%
2	丰益国际	新加坡	23 911	6.0%
3	邦基	美国	14 079	2.9%
4	苏扎克糖业	德国	4 482	8.5%
5	丹尼斯克	丹麦	3 469	10.9%

资料来源：汤姆森数据库，数据截至2007年12月31日；彭博财经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－5 全球五大包装食品、肉类企业

排名	公司名称	国家	市值（百万美元）	营业毛利（5 年平均值）
1	雀巢	瑞士	180 544	13.0%
2	联合利华*	荷兰/英国	111 906	14.3%
3	卡夫食品	美国	50 485	15.1%
4	达能	法国	46 037	13.2%
5	吉百利	英国	26 062	13.8%

* 联合利华集团由两家母公司在两地上市，这两家母公司是：联合利华 NV（荷兰）公司和联合利华 PLC（英国）公司。营业毛利是根据两家公司的加权平均值计算的。

资料来源：汤姆森数据库，数据截至 2007 年 12 月 31 日；彭博财经

食品行业的驱动器 人们要吃饭才能活下去，这是非常基本的需求。从这方面来讲，食品行业比其他行业的需求水平要高一些。但这并不意味着食品行业的需求从来没有变化。有几个与经济循环没有关联的驱动器对食品行业有一定影响。

人口增长。最容易联想到的食品行业的长期驱动器是人口增长——人越多，吃饭的嘴就越多。从这方面来讲，农业综合企业和包装食品企业都受益于人口增长，并有目的地在人口增长势头最猛的国家拓展业务。

财富。人们越富裕，消耗的食物就越多（当然会有个上限）。这种趋势在发达国家很明显，食品需求大大增长，因为有更多的人每天吃两餐而不是一餐。

家庭财富在发达国家的作用有些不同。发达国家的公民不是吃掉更多的食品而是吃品质更高的食品，这通常意味着昂贵的品牌越来越多。食品企业能诱使消费者买更高价的东西，因为这将有更高的利润。

消费者喜好转变。虽然人口增长和财富对整体食品需求有很大的推动，但仍有一些季节性变化的驱动器。首要的驱动器与消费者的喜好转变有关。今天，消费者希望他们购买的食品样样好处兼俱——口味好、有益健康、食用方便。下面的专栏会举一些例子来说明消费者的喜好如何影响生产商。

人口结构变化。人口结构是必需消费品板块（包括食品企业）需求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重要催化剂。外来移民形成更大的种族群体，这对食品企业来说是一个大的目标群体。这种趋势最重要的一点是当前西班牙裔人口有 4 400 万，其增长速度超过美国任何其他族群。随着人口增长，57 亿美元容量的西班牙食品市场的需求增长也可能加速。人口调查局估计西班牙裔的购买力在 2011 年会超过 1 万亿美元。[④]

善变的消费者

下面举一些例子来说明食品企业如何回应消费者不断变化的喜好：

- 步入老年的婴儿潮一代降低食盐摄取量来防止血压上升。

◆ 金宝汤公司为此生产钠含量减少的罐头汤，该产品成为 2007 年最畅销的新产品，在上市头一年就带来超过 1 亿美元的销售收入。

- 多年前没有人为了补充营养而吃巧克力或口香糖，但时代在改变。

◆ 2008 年，糖果巨头玛氏公司（私人公司）给新推出的德芙巧克力打上了“美丽”的标签——这种巧克力含有滋养皮肤的成分，如维生素 C、维生素 E、维生素 H 和锌。该巧克力可以“从体内滋养，给你美丽肌肤”。

◆ 箭牌和其他口香糖制造商推出了功能性产品，如含有抗氧化剂和美白牙齿添加剂的口香糖。

- 那些怕胖的人可以尽情享用限量包装的零食了，比如菲多利迷你饼干，好时 100 卡路里糖果条和桂格 90 卡路里麦果。这些产品的价值主张是“低热量，尽情享用”。说到碎块糖产品，像好时这样的糖果企业正在推出新的不含糖糖果系列产品，如 Twizzlers 和 Jolly Rancher。

- 根据美国自然营销研究所和尼尔森公司的联合研究，约有 20% 的美国人的饮食中含有有机食品和其他“绿色”食品。而全食食品公司一向都出售有机食品，像克罗格和赛福威（Safeway）这样的传统超市也刚刚建立了自己的超市有机食品专区。

资料来源：戴安娜·图普斯，今年最畅销的食品，FoodProcessing. com；玛西亚·蒙格伦斯凯，无糖食品和饮料，PreparedFoods；贝齐·卡明斯，尽管经济衰退，有机食品销量仍然剧增，*Brand Week*，2008 年 6 月 8 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国外市场。食品业是美国成熟的行业，每年消费增长仅1%。因此，国内食品企业很欢迎海外市场急速增长的需求。经济增长正以飞快的速度改变新兴市场中的社会，促进了许多国家中产阶级的迅速增长。例如，2000年东亚的中产阶级人数约1亿，世界银行估计到2030年东亚有6亿多人将拥有足够的收入成为中产阶级。随着收入增加，这些国家的公民生活水平提高了，其表现形式包括消费西方食品和饮料。

供应驱动器。食品供应从农业种植开始，一般的投入包括种子、化肥、除草剂、燃料和电力。农业技术是食品行业很重要的一个方面。新型转基因种子已经出现，肥料和控制杂草、害虫的化学药品也有所改进。农业机械提高了播种和脱粒的效率，能更便利地将谷物和油籽转移到粮仓和活动谷仓。新型GPS导航技术也让农民受益。这些技术进步提高了作物产量并有利于产品供应。[5]

天气是另一个重要的供应驱动器，对作物规模起着关键性的作用。天气相当难以预测，所以商品交易商会密切关注最重要的农业区的天气预报，并据此作出相应的贸易决策。

在农产品交易中，资源竞争也发挥着作用。当对某特定资源的竞争加剧时，供给就会缩小，价格也随之上涨。今天资源竞争影响食品供应和价格的最好例子就是生物燃料。在本书撰写的时候，世界银行透露出一项报告，报告中说2002~2008年农作物价格上涨的75%应归咎于生物燃料。[6]制造酒精在2005年消耗了美国玉米产量的14%，2007年消耗了19%，2009年的需求量会达到30%，[7]这也就难怪许多人将2008年食品涨价的大部分原因归于生物燃料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味道好最重要

尽管人们越来越喜欢食品的功能性好处，但味道仍然是食品最重要的特性。

总部位于芝加哥的信息资源公司（IRI）跟踪调查消费包装产品（CPGs）13年，发现消费者零食支出的2/3仍贡献给了非健康食品。简单地说，味道还是最重要的。图4－2说明了对健康有益如何与味道较量。这是最近的一次调查，该调查考察了食品的什么性质会使消费者最有可能愿意花更多的钱来购买。

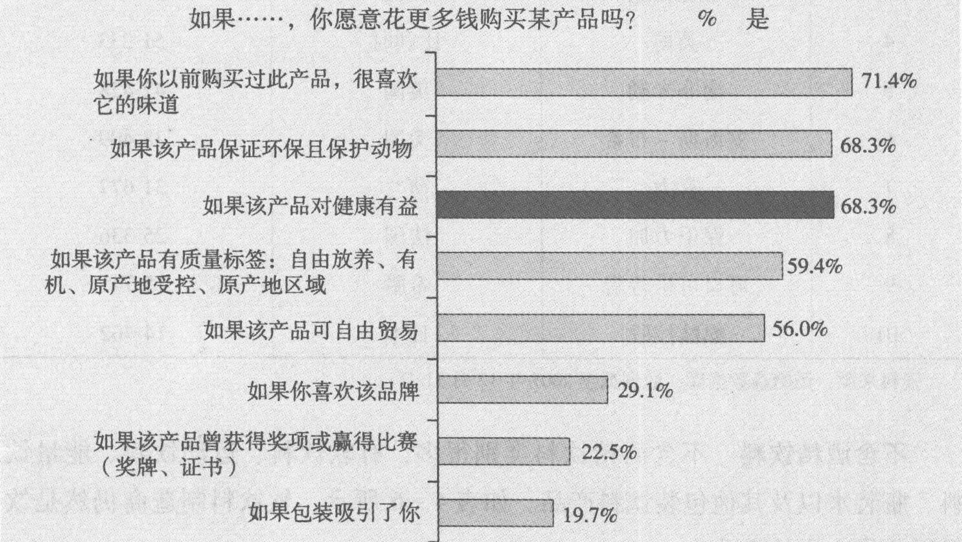


图4－2 涨价的驱动器

资料来源：法国生活质量调研中心（Credoc），法国兴业银行证券研究

资料来源：戴安娜·图普斯，今年最畅销的食品，FoodProcessing. com

饮料行业

饮料行业可以分为三个子行业：软饮料（占行业的53%）、啤酒（30%），以及烈酒和葡萄酒（17%）。[8]在本章中将饮料分为不含酒精（软饮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料）饮料和酒精饮料（啤酒、烈酒和葡萄酒）。

全球饮料行业的整体价值约 8 000 亿美元，约占世界基准必需消费品的 20%。[9]表 4－6 列出了按市值排名的全球十大饮料公司。

表 4－6　全球十大饮料公司

排名	公司名称	国家	市值（百万美元）
1	可口可乐	美国	141 825
2	百事	美国	122 176
3	帝亚吉欧	英国	55 771
4	英博	比利时	51 233
5	南非米勒	英国	42 428
6	安海斯－布希	美国	38 409
7	喜力	荷兰	31 677
8	保乐力加	法国	25 336
9	可口可乐希腊	希腊	15 741
10	麒麟控股	日本	14 462

资料来源：汤姆森数据库，数据截至 2007 年 12 月 31 日

不含酒精饮料　不含酒精饮料类别很多，有软饮料、运动饮料、能量饮料、瓶装水以及其他包装饮料产品。如表 4－6 所示，软饮料制造商仍然是饮料行业最主要的企业。

像可口可乐和百事可乐这样的特许经营企业有两项核心资产：品牌和可乐专利配方。这两个竞争对手的主要职能是生产浓缩品再将其销售给许可装瓶商，许可装瓶商在品牌商的营销支持下出售和分销终端成品。两家公司除了提供现有的浓缩品，还在执行全国营销计划以支持各自品牌的同时积极开发新产品、新包装。由于两家公司的主要职能是市场营销，需要的固定资产很少，从而有很高的毛利润和投资回报。

装瓶商通常将品牌商提供的浓缩品与甜味剂、苏打水混合，然后将饮料灌入瓶中或罐中，再出售给批发商或零售商。他们通常占领了指定的区域，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且往往将产品投放在餐厅、体育馆及其他公共场所的冰柜中。装瓶商的资金和劳动力成本比特许经营公司的要高。主要的装瓶商包括可口可乐公司、百事瓶装集团和考特公司。装瓶商有几条常见的分销渠道——这在行业里称为**渠道组合**。饮料的主要分销渠道包括超市、自动售货机、便利店和冷饮柜。

酒精饮料　酒精饮料行业可分为两个以上的子行业——啤酒、烈酒和葡萄酒行业。啤酒制造商用谷物、啤酒花生产啤酒，然后销售啤酒。有些常见的啤酒（如百威啤酒）是用大米酿造的。虽然各企业的基本酿造过程大致统一，但垂直一体化水平却不同。安海斯－布希公司垂直一体化水平最高，该公司有一家种植重要谷物原料的农业子公司和一家生产啤酒罐的子公司。

啤酒制造商拥有自己的工厂，并亲自控制产品生产，因此啤酒生产往往是资本集约型的。与软饮料特许经营类似，主要的啤酒企业强调通过营销积累品牌资产。

你知道吗?

安海斯－布希公司的大米购买量在美国排在第一位，占大米总消耗量的 8% 左右。

资料来源：标准普尔行业调查：酒精饮料和烟草

烈酒和葡萄酒子行业包括葡萄酒和烈酒生产商。葡萄酒种类不同主要是因为使用了不同种类的葡萄来酿造。根据购买协议，大型葡萄酒公司每年从许多不同的供应商手中购买葡萄，因此可以避免单一供应商歉收的风险。葡萄酒公司购买了葡萄之后用公司的设备将其碾碎，并制成酒储存起来，葡萄酒通常在 18 个月内售出。在美国，葡萄酒是通过批发商或国家级酒精饮料管制机构分销的。葡萄酒商的利润取决于垂直一体化的规模和程度。

烈酒生产商从农民手中购买谷物并将其在公司的酿酒厂磨碎。产品的储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

藏时间各不相同。与葡萄酒类似，烈酒通过批发商或国家级酒精饮料管制机构分销。烈酒分为白酒（如伏特加）、棕色酒（如威士忌）和特色酒（如科涅克白兰地）。

饮料和利润表 酒精含量并不是各主要饮料行业之间的唯一区别。有些行业比其他行业资本集约程度更高。这些差别导致各行业利润率不同，这一点在比较饮料企业利润表时可以很明显地看到。

图 4－3 显示了各种饮料公司的利润表特点，从中可以看出饮料行业不同的业务结构是如何转化为利润和亏损的。特许经营软饮料生产商的成本最低，在饮料行业拥有最高的利润率和最佳的投资回报（ROI）。为此，可口可乐和百事可乐通常以溢价股票估价与装瓶商交易。

	软饮料制造商			酒精饮料			
	经销商	装瓶商	自有品牌	国内啤酒商	批发商	葡萄酒商	烈酒商
净收入/箱	$ 0.90	$ 4.50	$ 1.80	$ 7.60	$ 12.80	$ 20～$ 50	$ 100
	(软饮料每箱 192oz)			(每箱 288oz)		(每箱 9L)	(每箱 9L)
利润表							
收入	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
COGS	(30%)	(50%～55%)	(90%)	(55%～65%)	(75%)	(55%～80%)	(35%～80%)
总利润	70%	45%～50%	10%	35%～40%	25%	20%～45%	20%～65%
经营成本	(35%)	(30%～35%)	(2%)	(10%～25%)	(15%～20%)	(5%～30%)	(5%～20%)
EBITDA	35%	15%	8%	10%～30%	(5%～10%)	15%～40%	15%～45%
D&A	(<5%)	(5%)	(2%)	(5%)	无	(5%～15%)	(5%～10%)
EBIT	30%	10%	(5%～10%)	5%～25%	无	10%～25%	10%～35%
ROI	25%～30%	5%～10%	5%～10%	10%～20%	无	5%～15%	5%～15%

注：COGS 为销售成本；

EBITDA 为扣除利息、税收、折旧和摊销之前的收益；

D&A 为折旧和摊销；

EBIT 为扣除利息、税收之前的收益。

图 4－3　饮料行业利润和亏损特性

资料来源：高盛研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你知道吗？

尽管可口可乐公司及其装瓶公司是独立的公司，但这些公司仍紧密相连。可口可乐公司保持对附属公司（如可口可乐企业、希腊装瓶公司、可口可乐阿马提尔公司）投入20% ~35%的股票投资。这种股票投资的财务成果是单线、非营业性的项目，在可口可乐公司及子公司收入报表上被称为“股权净收入”。

饮料行业的驱动器——不含酒精饮料　口渴给这个行业创造了高水平的固定需求。喜好和消费能力没那么固定，会随着时间改变，而且受到各种驱动器的影响。

人口增长。跟食品行业一样，人口增长是饮料消费的驱动器。人口不断增加的地区有更多潜在消费者。

财富。美国更富裕的消费者更倾向于购买优质饮料品牌产品。相反，当经济萎缩时，国内消费者变得不那么富有，更有可能购买低价品牌的产品。

财富对许多国外市场的饮料消费影响更大。美国的饮料市场相对成熟——商业销售饮料已占到美国液体消费总量的85%，这个数字在美国非常稳固，而在国外商业销售饮料仅占25%。然而，由于受到经济增长的刺激，这25%正在迅速增长。高盛公司进行了一项研究，该研究分析了随全球GDP变化可口可乐销量增长的变化。研究表明强劲的GDP增长刺激了需求，促使更多人饮用碳酸饮料。

创新。不含酒精饮料的创新通常包括推出有独特功能优势的新产品（如维他命水），给现有产品增加新口味，设计独特的包装，开展新颖的广告活动。

消费者喜好转变。美国碳酸软饮料销量在20世纪90年代的增长率在3% ~5%之间，而现在有所下降，2007年下降了2.3%。汽水让位于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瓶装水、运动饮料、能量饮料等替代品。[10]这些新型饮料吸引消费者是因为生活日益忙碌，人们越来越重视身体健康。但另一方面，有些报道则指出软饮料易导致肥胖。表4－7显示了美国各种类别饮料的消耗量，并指出了2005～2006年的同期变化。

分销。分销和货架空间是饮料行业重要的驱动器。大型企业具有先天的优势，因为它们可以将新产品轻松地投放到销售过程中。举例来说，如果百事公司开始销售一种新的饮料，百事公司可以简单地用卡车将新产品与百事的核心产品一同运往全国各地的商店。这使得大型企业新产品的销售比小公司容易得多，小公司得投入更多资金来促进新产品的销售。此外，对于与零售商已建立联系的规模较大的公司而言，确保有足够的货架空间也更容易。

表4－7　美国饮料消耗量

饮料类型	2005年市场份额（%）	2006年市场份额（%）	变化（%）
碳酸软饮料	52.9	50.9	-2.0
瓶装水	26.1	27.8	1.7
水果饮料	14.3	13.5	-0.8
运动饮料	4.2	4.5	0.3
即饮茶饮料	1.9	2.4	0.5
能量饮料	0.5	0.8	0.3
即饮咖啡	0.1	0.1	0.0
总计	100	100	

资料来源：饮料销售公司

饮料行业的驱动器——酒精饮料　虽然属于同一行业，但驱动器对酒精饮料和不含酒精饮料的影响不同，因此分别研究这些驱动器很重要。

人口。中国有超过13亿人口，对渴望扩大业务的啤酒制造商而言一直是个有吸引力的地方。2003年，中国被预测将成为世界上最大的啤酒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费国；2005 年，中国消费了超过 3 000 万吨啤酒（超过全球市场份额的 20%）。[11]尽管中国人均葡萄酒消费量是葡萄酒消费量排名前 15 位的国家中最低的，但中国的人口规模使中国成为第八大葡萄酒市场。[12]

财富。中国等新兴国家酒精饮料消费量的增加仍然主要出现在城市。由于受到经济繁荣所创造的大量就业机会的吸引，劳动大军纷纷涌入大城市，这推动了酒精饮料的销售。消费产品的质量与可支配收入波动有关。举例来说，中国经济在 20 世纪 90 年代前半期有所改善，消费者愿意选择高价的啤酒品牌。由于在这 10 年的后半期经济持续增长，消费者愿意选择价格更高的葡萄酒和烈性酒。

创新。啤酒制造商近来有几项创新之举来刺激需求。酒精饮料创新通常有两种形式：口味和包装。近来创新的例子包括南非米勒公司（SABMiller）在 2007 年成功推出米勒冰爽啤酒（一款加有柠檬和盐的调味淡啤酒），莫森库尔斯公司（Molson Coors）为冷激瓶装淡啤酒采用独特的新包装（当啤酒达到最佳饮用温度时，商标上的白色字体会变成蓝色）。

消费者喜好变化。在 20 世纪 80 年代，低热量啤酒变得越来越受欢迎，风味浓郁的啤酒销量下降，“清淡啤酒”销量激增。

由于消费者倾向于追求新奇的口味，微酿啤酒近年来开始走俏。微酿啤酒通常用 100% 的麦芽酿造，而不是用大量生产的美式啤酒通常所采用的较便宜的谷物。自 1992 年以来，进口啤酒市场每年以两位数的速度增长，大大超过了全部国内啤酒的增长速度。[13]进口啤酒中墨西哥啤酒居多（占 2007 年进口啤酒的 47%）。最大的墨西哥进口商是莫德洛集团（Grupo Modelo），该集团拥有科罗娜、帕西菲柯啤酒品牌。

葡萄酒近年来已成为啤酒越来越强劲的竞争对手。葡萄酒商将其产品定位为上流社会生活方式的一部分，进行产品宣传时常采用这样的画面：背景是片片田园风味的葡萄园，精英人士正享用着葡萄酒和高档美食。在 2005 年的盖洛普民意测验中，葡萄酒以微弱优势击败啤酒成为人们心目中的首选饮料，这种结果在民意测验中还是头一次。[14]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人口结构。葡萄酒和烈酒的消费者往往年龄较大，美国的老年人口是这些饮料生产商的驱动力。随着婴儿潮一代进入老年，他们可能会继续带动对烈酒和葡萄酒的需求。相反，千禧世代（21～30岁的人）更喜欢啤酒，尤其喜欢进口啤酒和微酿啤酒。

国外市场。酿造业没有几个真正的国际品牌。在十大全球畅销品牌中只有喜力啤酒的绝大部分销量来自国际销售。时代在改变，啤酒企业越来越重视在快速增长的市场中进行国际销售，但当前企业的渗透率很低。当前两大最热门的啤酒市场是俄罗斯和中国，这两个市场直到最近才开始接触外国品牌啤酒。

中国一直对想扩展业务的啤酒商有吸引力的原因之一是中国人均啤酒消费量只有25升。而美国、英国、德国的人均啤酒消费量分别是81升、97升和123升。中国的人均啤酒消费量仍与德国差得很远，但正在快速增长，自1990年以来已翻了两番。[15]

合并。不同国家的企业合并已成为获取企业营销能力较弱的新市场中的销量的较常规方式。最轰动的一个例子是，全球两大啤酒企业英博公司和安海斯布希公司于2008年同意合并。比利时的英博公司看到安海斯布希蕴涵巨大潜能。首先，因为百威的存在，英博渗透美国市场缺乏成效；同样，安海斯布希公司的啤酒只有5%在国际上出售。英博在许多百威未成功渗透的发展中国家市场拥有强大的分销渠道。英博的CEO卡洛斯·布里托看清了这条发展之路，发展中国家的人们渴望美国品牌，英博可以给他们带去美国品牌。他说：“消费者喜欢美国的生活方式”，他还说他可以“把美国放入瓶中”并卖出去。[16]

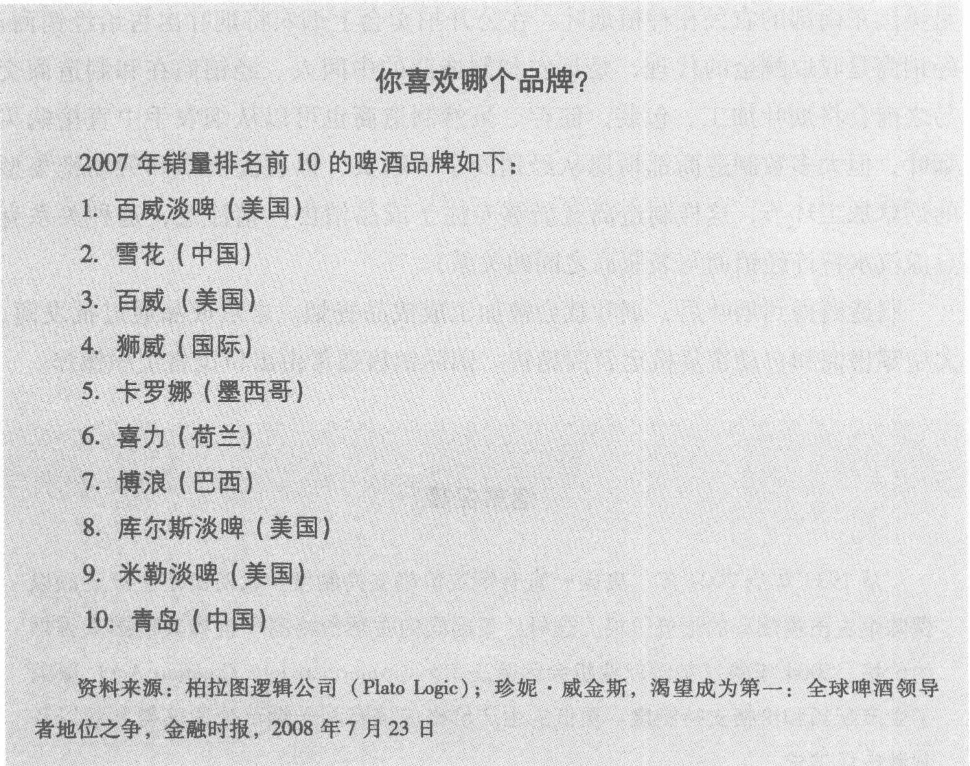
啤酒行业近来其他重大合并的例子包括美国第二大啤酒商南非米勒和美国第三大啤酒商莫尔森库尔斯于2007年合并，总部设在阿姆斯特丹的喜力公司和总部设在哥本哈根的嘉士伯公司于2008年联手收购英国苏纽公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烟草业

正如第二章所提到的，烟草是美国历史最悠久的产品之一。在 19 世纪，大多数人咀嚼烟草或将烟草放在烟管里吸。香烟直到 20 世纪初才成为最受欢迎的烟草产品。

今天全球烟草行业的价值在 4 000 亿美元左右，约占 MSCI 世界指数必需消费品基准的 13%。[17]烟草行业非常集中，全球有五大烟草公司，表 4 – 8 按市值排名列出了五大烟草公司。



你喜欢哪个品牌?

2007 年销量排名前 10 的啤酒品牌如下：

1. 百威淡啤（美国）
2. 雪花（中国）
3. 百威（美国）
4. 狮威（国际）
5. 卡罗娜（墨西哥）
6. 喜力（荷兰）
7. 博浪（巴西）
8. 库尔斯淡啤（美国）
9. 米勒淡啤（美国）
10. 青岛（中国）

资料来源：柏拉图逻辑公司（Plato Logic）；珍妮 · 威金斯，渴望成为第一：全球啤酒领导者地位之争，金融时报，2008 年 7 月 23 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－8　全球五大烟草公司

排名	公司名称	国家	市值（百万美元）
1	奥驰亚集团	美国	159 196
2	英美烟草	英国	78 919
3	日本烟草	日本	59 795
4	帝国烟草	英国	36 574
5	雷诺美国公司	美国	19 458

资料来源：汤姆森数据库，数据截至 2007 年 12 月 31 日

就业务而言，几个世纪以来烟草生产早期阶段操作没有多大改变，主要是美国东南部的农民在种植烟叶。在公开拍卖会上烟农将烟叶出售给经销商。经销商是收取酬金的代理，是烟农和制造商的中间人。经销商在和制造商交易之前会将烟叶加工、包装、储存。虽然制造商也可以从烟农手中直接购买烟叶，但大多数制造商都情愿从经销商手中购买，以省去资本和劳动密集型的烟草加工环节，这样制造商就能够专注于成品销售（请注意，这种关系有点像汽水特许经销商与装瓶商之间的关系）。

制造商得到烟叶后，烟叶就会被加工成成品香烟。之后成品通过批发商、大型零售商和自动售货机运营商销售。国际销售通常由出口销售组织操作。

烟草保障

从 1933 年到 2004 年，美国一直有烟农价格支持制度。政府制定生产定额以保障烟农出售烟草的最低价格。这导致美国国内香烟价格高于世界其他国家香烟的价格。2004 年的《美国就业机会创造法案》（American Jobs Creation Act）取消了生产配额和价格支持制度。更低的生产价格应该有利于烟草公司获得利润以及刺激市场需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烟草行业驱动器 烟草行业在很大程度上受到烟草产品高度致瘾性的推动，结果有好也有坏。好处包括烟草产品有不按常规定高价的能力，坏处主要是对健康不利。

价格上涨弥补销量下滑。从 1994 年到 2003 年，香烟消费量平均每年下降 1.9%。近年来，销量下降速度略有减缓，2005 年下降 1.1%，2006 年下降 1.3%。[18]香烟税收提高，有关吸烟有害健康的宣传教育加强，允许吸烟的地方的限制越来越多，还有帮助吸烟者戒烟的新方法出现，这些都是香烟销量下降的原因。香烟价格上涨不仅抵消了销量下滑的损失，还使商家收入增加。但与前几十年相比收入增长速度放慢了。

定价和产品组合。香烟的致瘾性使其成为价格弹性很强的产品。虽然价格不影响总需求，但可以影响销货组合。20 世纪 90 年代初期廉价香烟占领了市场份额，万宝路香烟降价 20% 后，廉价香烟的市场份额立即减少。廉价香烟和优质香烟的价格都有波动，价格也影响了消费香烟的类型。

国外市场。多年来烟草公司均致力于在国外寻求发展以弥补国内需求减少带来的损失。例如，菲利普莫里斯约 60% 的收入来自海外，主要来自欧洲和亚洲。[19]

海外市场的积极驱动力包括人均香烟消费量较高，发展中国家市场收入不断增长，政府限制较少，而且人们越来越喜爱美式香烟。环球公司（巴西）是世界领先的烟叶贸易商和加工商。根据该公司的数据，从 1993 年到 2003 年，国际市场中的美式香烟增长率超过 1.4%，是同期世界香烟整体消费量增长率的两倍。

此外，根据世界卫生组织的数据，即使全世界烟民总数减少了，但人口增长以及女性吸烟人数增多很可能导致烟民总数增加。

诉讼。对美国烟草行业提出索赔的案件数量惊人，已经有超过 4 600 起诉讼。迄今为止，该行业自我辩护基本成功，与前些年相比，诉讼的威胁略有减弱。1998 年的索赔案最值得关注。根据《总和解协议》，烟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

草业被勒令在25年内向国家支付2 000亿美元，用于补偿与吸烟相关的医疗保健费。[20]

对烟草行业提起诉讼有一个有趣的副作用：诉讼没有造成进入市场的壁垒。虽然大型卷烟制造商与其他行业的大型必需消费品企业一样具有规模经济优势，但大型卷烟制造商也有劣势，因为要支付庞大的诉讼费，而小型的以及新建的烟草公司则不必承担这笔费用（除非有另一轮大型诉讼）。

全球烟草诉讼

在美国，烟草诉讼始于1954年。直到1986年在澳大利亚才有了美国以外的第一起诉讼。1988年，芬兰发生了欧洲第一起烟草诉讼案。此后美国之外的诉讼案数量逐渐增加。多数诉讼案是一个吸烟者因吸烟引发疾病而控告一个或多个卷烟公司。大多数起诉被驳回。

资料来源：菲利普莫里斯国际公司

家居用品和个人用品

非耐用消费品行业可以分为两个子行业：家居用品和个人用品。常见的家居用品包括清洁用品、洗涤用品、垃圾袋、纸碟、猫砂等，这些产品基本上都可以在附近的超市找到。这些产品约占家居用品和个人用品行业的73%左右。[21]

另外27%是个人用品，一般可分为六种：护发品、化妆品和香水、护肤品、香体剂、口腔护理产品以及其他产品（包括剃须用品、防晒霜、染发剂等）。

家居用品和个人用品行业的全球市值约为5 500亿美元，约占MSCI世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数必需消费品基准的17%。[22]表4－9按市值列出了全球十大家居用品和个人用品（HPP）企业。

新型HPP产品通常都是研发（R&D）的成果。该行业中的企业的研发部门与市场营销密切相关。营销团队通常会参与到活动中以深入了解公司的消费者和目标市场。有了这些了解之后，营销人员将帮助决定推出哪些新产品以及设计新产品的最佳方式。虽然大多数HPP公司由自己内部设计产品包装，但也有许多公司从第三方购买容器和包装。平均来说，产品原料以及包装约占销售成本（COGS）的70%。其余的COGS成本包括人工费和工厂管理费用。

将新产品推向市场的时间长短不同，有的产品上市需要几年时间。一旦产品设计完成，就要进行试销以评估产品的商业可行性。如果限定地区销售成功，接下来就要在全国推出该产品。

表4－9　全球十大家居用品和个人用品公司

排名	公司名称	国家	市值（百万美元）
1	宝洁	美国	225 950
2	欧莱雅	法国	88 519
3	利洁时家化	英国	41 299
4	高露洁棕榄	美国	39 741
5	金佰利	美国	29 339
6	拜尔斯道夫	德国	19 526
7	雅芳	美国	16 961
8	花王	日本	16 525
9	汉高	德国	13 275
10	资生堂	日本	9 707

资料来源：汤姆森数据库，数据截至2007年12月31日

产品通过批发渠道或直接通过众多零售商销售，包括超市、百货商店、药店和网上店铺。大型连锁超市、俱乐部商店和沃尔玛占据了发达国家市场销售额的大部分。在新兴市场，小型零售商的影响力更大，酒店和其他当地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商店则靠出售小包装产品吸引低收入消费者。

化妆品行业的销售渠道组合在某种程度上有所不同。虽然许多传统大型商店销售化妆品，但还有其他销售渠道，包括雅芳的直销模式（独立的销售代表在消费者家中销售产品）。优质或名牌化妆品在专业化妆品商店（如丝芙兰）、Spa 和沙龙以及电视上（电视购物公司 QVC 和电视购物节目）销售。

像宝洁这样的传统 HPP 公司通常直接将产品出售给零售商，零食商通常将产品价格标高 25% ~40%。分销是通过仓库系统处理的，产品制造商将成品运送到零售合作伙伴拥有和经营的区域配送中心，之后零售商负责将产品运往自己的各个商店。

家居用品和个人用品的驱动器 家居用品和个人用品行业有各种各样我们每天使用的产品。这些产品不像食品和饮料，我们不“需要”用它们来维持生命，但我们仍然认为这些产品是必需品。家居用品和个人用品这两个行业的主要驱动器包括：

品牌价值。强大的消费产品企业可以通过打造品牌价值与客户关联起来。一旦消费者开始对某个产品品牌有偏好，他们通常会成为长期的忠实消费者。HPP 企业竞争激烈，各企业均通过强势的营销和独创性的包装来吸引消费者。品牌最强大的企业有产品定价优势。

消费者对强势品牌的忠诚度保证了消费产品特许经营店的稳定销量，还有助于推动产品种类扩展，继而使销量增长。例如，汰渍是宝洁公司的大品牌之一，你可以购买汰渍或汰渍 12 种延伸产品的任一种（比如汰渍洗衣液、汰渍洗衣粉、汰渍随身装去污笔）。如果不喜欢原味汰渍，你可以选择其他 15 种味道的产品。汰渍还衍生出许多相关品牌，如 Downy 衣物柔顺剂、Bounce 衣物柔顺剂和 Febreze 除臭剂。汰渍超强的品牌价值推动了宝洁公司 20 多种延伸产品。

价格。HPP 公司的经理通常会非常谨慎地处理产品的定价，其目的在于充分利用利润增长机会，提高产品价格又不致流失消费者。大多数制造商会提供不同价位的产品，以便整体销售无论在经济衰退还是上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时都能保持稳定。

消费者可支配收入的波动导致他们对品牌品质需求的变化。例如，当经济状况不佳时，消费者更有可能放弃高价品牌而选择相对低廉的替代品牌。替代品可能是同一公司生产的价格较低的产品，或零售商出售的自有品牌产品（后一种情况居多）。当经济状况好的时候，情况则相反，更多消费者会选择使生产商获利更高的价格昂贵的产品。

人口结构。人口结构对大多数必需消费品行业有影响，对 HPP 产品也起着重要作用。品牌经理通过研究人口增长预测和年龄组以确定哪些类型的产品最有可能吸引大众。例如，老年人往往更热衷于消费美容产品。日本老年人口是日本化妆品制造商（如资生堂）需求的强大催化剂，老年人口还吸引了外国化妆品公司进入日本市场。

国外市场。发展中国家的经济增长促进了家居用品和个人用品消费量的迅速增长。大多数美国人认为 HPP 产品是“必需品”，新兴市场的消费者可支配收入不断增加，也开始消费这些 HPP 产品。以牙膏为例。食盐仍然是新兴市场中的人们洁齿的常用方法。由于越来越多的人收入增加，他们开始转向使用牙膏，为销售牙膏的国际公司（如高露洁棕榄）打开了高增长率的销售渠道。

芳香剂是另一个例子。艾科男士止汗香体喷雾的制造商联合利华估计现在 100 个亚洲人中只有 7 个人使用芳香剂，而俄罗斯人往往在特殊场合（如婚礼）偶尔使用芳香剂。[23]世界上约有 30 亿亚洲人，联合利华有强大的动力来说服亚洲人，让他们觉得有必要每天使用像艾科这样的产品。

创新。HPP 公司不断创新使自己的产品区别于同行的产品。成功的创新会带来新的好处，如产品使用更方便、对健康更有益。

著名的创新者宝洁公司每年投资数百万美元用于消费者学习研究，目的是确定消费者“未阐明的需求”。宝洁发起各种调研，如“Living It”计划就是宝洁的员工在消费者家中了解哪些家居用品可以帮助消费者克服日常难题并改善他们的生活。在此研究的基础上，宝洁每年不断推出刺激新需求的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

食品与必需消费品零售

在哪里购买我们一直谈论的那些必需消费品呢？通常在食品和必需消费品零售店里。食品和必需消费品零售行业四个重要的子行业是大卖场和超市（占食品和必需消费品零售的44%）、食品零售（39%）、药品零售（14%）和食品分销（3%）。[24]

图4-4显示了食品和必需消费品零售行业子行业的组成。由于这些零售商出售各种各样的必需消费品，所以他们的业务相对而言是非循环的。为了便于了解标准必需消费品零售商的收入来源，现在来分析一般美国人购物时100美元是如何花的。[25]

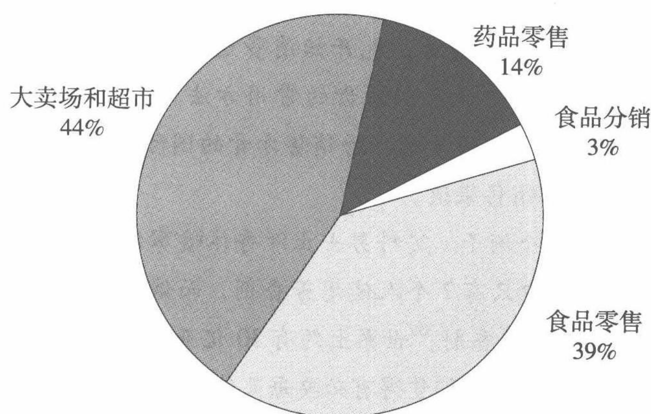


图4-4 食品和必需消费品零售子行业组成

资料来源：汤姆森数据库，数据截至2007年12月31日

- 易变质食品：50.10美元
- 饮料：8.26美元
- 所有其他杂货、食品：11.30美元
- 非食品杂货：7.94美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 零食：4.42 美元
- 主餐食品：6.84 美元
- 保健及美容产品：3.58 美元
- 日用百货：4.38 美元
- 药品：3.18 美元

全球公开上市交易的食品和必需消费品零售规模接近 1 万亿美元，约占 MSCI 世界指数必需消费品基准的 25%。[26]表 4-10 列出了美国各类商店的数量和年销售额。表 4-11 列出了全球十大食品和必需消费品零售商。请注意，沃尔玛是当之无愧的全球零售业领导者。

表 4-10 各类商店的销售额

商店类型	商店数量	年销售额
超市	34 967	5 350 亿美元
药店	约 24 000	2 440 亿美元
批发俱乐部	1 152	4 500 亿美元

资料来源：食品市场营销协会，连锁药店调查

表 4-11 全球十大食品和必需消费品零售商

排名	公司名称	国家	市值（百万美元）
1	沃尔玛	美国	190 348
2	乐购	英国	74 471
3	CVS Caremark 超市	美国	58 706
4	家乐福	法国	54 919
5	沃尔格林	美国	37 752
6	伍尔沃斯	澳大利亚	36 249
7	好事多仓储	美国	30 329
8	Seven & I 控股公司	日本	28 241
9	麦德龙	德国	27 218
10	西农	澳大利亚	19 374

资料来源：汤姆森数据库，数据截至 2007 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个行业是如何运作的呢？必需消费品零售商从制造商那里进货。超市和药店是传统的低利润企业——两者都不断探索如何提高经营效率和利润率。在这两个行业中，强势经营者和弱势经营者之间的差距可能仅是净利润的1%。

因为行业整合和日趋成熟，近年来超市和药店经营者面临的竞争越来越激烈。过去每个偏远城市可能只有一个大型超市，现在竞争激烈的超市和药店通常一家挨着一家。

购物中心和批发协作的增多进一步加剧了竞争，沃尔玛和好事多更加重视食品销售。沃尔玛甚至有了按处方配药的新业务，让沃尔格林和CVS受到威胁。

由于批发协作的规模经济效益，使其在与传统超市和药店的价格竞争中通常会胜出，传统超市和药店不得不营造更愉快、方便的购物体验以凸显自己的价值主张。像赛福威和克罗格这样的企业正增加资本支出进行改造，以打造新的店面格局，新店面可以更好地陈列货物，有全方位服务的面包房，还有各种各样的预加工食品。这些传统超市经营者的很多做法似乎都在向顶尖店面格局的全食品模式迈进，似乎有点过头了。

在已知市场竞争异常激烈的情况下，成本控制是必需消费品零售商年度经营计划中重要的一项。这个行业的企业利润微薄，即使是经营管理最佳的零售商每销售出1美元也要付出70～73美分的产品成本。由于有这种成本结构，食品和药物涨价会大大影响零售商的盈亏。为了应对不断升高的产品成本，许多零售商已经通过合并来增强从供应商那里进货的购买力。

劳动力成本在总成本中处于核心地位，占大多数食品零售商运营费用的50%以上。许多连锁超市都有工资压力。超市和药店行业低工资雇用的工人占了很大比例，这使得工人对最低工资法非常敏感。当最低工资标准上涨时，零售商遇到了一个难题：如何将增加的劳动力成本转嫁到消费者身上。

药房经营者发现填补药剂师职位空缺越来越困难，因为合格的应征者数量有限。全国连锁药店协会预测从2004年到2010年，药剂师人数仅增长7.8%，而配发的处方数量将增长27%。为了处理不断增加的处方，企业不得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不提供更高的薪水招揽人才，还寻求更多方法来自动化处理按处方取药的程序（如使用机器人）。

大多数制造商向必需消费品零售商支付上架费，让自己的产品在货架上陈列。这笔费用补贴了零售商补货的预支费用，也为产品滞销提供了部分保障。零售商向制造商收取的费用通常包括留置费（保证给现有产品货架空间的费用）、销量奖励金、促销费用、回扣、免费产品折扣以及失败补偿费（制造商有义务回购未售出的存货）。

上架费对盈利是有好处的，大多数零售商精明地以最吸引消费者的方式摆放货物。业内称之为目标类别管理。类别管理的目的是使商品组合最有可能产生最高的利润。货架空间也做了相应的规划，将特定类型的产品组合摆放（例如，所有的谷物食品都能在谷物食品通道找到）。类别经理负责挑选营业单位，并与供应商一起确认交付的每种产品的大小和数量无误。但类别经理如何知道每种产品每个月要订多少货呢？销售点（point-of-sale，POS）技术是关键。

安装在收银机上并连接到电脑网络的 POS 设备可以读取在收银处扫描的通用产品代码。从 POS 扫描仪获取的数据存储在数据库中，零售商可以进行实时分析。零售商可以根据大小、颜色和许多其他因素识别最佳销售产品并由此作出购货决定。

供应链中也采用了技术来加快库存补充速度。使用“快速反应”程序可以将零售商与供应商以电子方式连接起来。供应商通常采用“卖一件发一件”的方法，这种方法能避免库存量过多，同时确保手头有足够的商品满足消费者的需求。这些程序被称为电子数据交换（EDI）。

你知道吗？

一个普通超市平均有 45 000 件商品。这就是库存管理系统对控制运作效率非常关键的原因。

资料来源：食品营销协会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巨头沃尔玛 沃尔玛对零售行业的影响是巨大的。该公司利用低价对消费者的吸引力从竞争者手中争得了大量市场份额，成为全世界最大的零售商。

沃尔玛为什么会有巨大的价格优势？首先，沃尔玛有最先进的零售技术，它的计算机系统规模仅次于美国国防部五角大楼。[27]沃尔玛的计算机系统就像一个庞大的信息库，公司已用该系统存储每个收银机的收据两年之久。

沃尔玛还以独特的方式使用技术，如跟踪天气。这样做是为了利用通常会增加特定产品需求的天气变化。例如，沃尔玛知道当飓风将要来临时，人们会购买更多的果酱馅饼，尤其是草莓口味的（是的，它们的造型如此精确）。因此，如果沃尔玛认为飓风将降临某特定区域时，家乐氏会接到一笔草莓味果酱馅饼的大订单。

沃尔玛向供应商提供自己专有的数据，与供应商建立了独特的关系。沃尔玛建立的零售链可以让供应商实时监控库存。有了这些数据，像宝洁这样的合作伙伴就能以最佳方式管理存货流动，从而确保在正确的时间、正确的商店有正确的产品。这种安排能帮助沃尔玛保持库存的有效组合，同时还能帮助产品制造商在商店中以最合理的方式陈列产品，从而销售更多的产品。

技术效率不是沃尔玛的唯一优势。该公司规模巨大，能有效竞争。供应商将产品运送到沃尔玛某个庞大的分销中心，分销中心有效地将产品发送到各商店。沃尔玛有能力建造巨大的自动化分销中心。建立这些中心的最终结果就是降低单位分销成本。一个中心能有效分销的产品越多，固定成本投资的效率就越高。

在沃尔玛的家乡阿肯色州本顿维尔的分销中心，19.5 英里的传送带足有 120 万平方英尺，相当于 24 个足球场。沃尔玛在全世界有 110 个分销中心，成千上万贴有条形码的货箱通过分销中心的传送带输送。摄像头读取条形码并决定货物送往哪个商店。[28]

食品与必需消费品的驱动器 食品和必需消费品零售商与供应货物的制造商的某些宏观驱动器基本一样，其主要区别在于零售商与最终消费者的接触。

人口结构变化趋势。作为产品制造商和消费者的中介，必需消费品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

零售商吸引了广大的消费者。与其他必需消费品行业类似，消费者喜好推动着零售终端，而人口结构变化趋势往往决定消费者喜好。例如，随着移民增多，民族食品的需求也有所增长。这种趋势影响了各超市，现在超市用更多的货架空间摆放民族食品。

年龄也是一个重要因素，对药店来说更是如此。超过7 500万的婴儿潮一代已进入老年，由于老年人对药品的需求更多，因而药店服务和产品的需求有望稳步增长。

购物日

人们最喜欢星期天去购物——21%的美国人会涌向超市。星期六的购物人数略少，有18%，星期五则是工作日最火暴的购物日，达到14%。哪些人最常去购物？69%是家庭中的女主人。

资料来源：《Progressive Grocer》杂志第72期食品行业年报，2005年4月

便利。便利对于药房业务特别重要，因为消费者通常希望得到快速买进卖出的购物体验。沃尔格林公司和CVS Caremark公司是美国最大的两家药店运营商，这两家公司在交通便利的地区建立了55家药店，药店有停车场地，而且在街边有吸引人的药店宣传。

连锁药店也与药品福利管理机构（以下简称PBM，提供药品邮购服务）合作，为消费者提供更大的便利。2006年，邮购药房的处方增加了10.7%，销售额达500亿美元，占市场份额的20%。[29] 2007年，CVS（美国拥有门店数量最多的零售连锁药店）收购Caremark（美国第二大药品福利管理机构），这对药品零售业产生了重大影响。投资者和企业高管在未来数年将密切关注这个合并的企业，看PBM与传统药店经营者如何发挥协力优势。

为了进一步提高价值和提供便利，沃尔格林和CVS将最近收购的便利医疗诊所添加到药店中。两家公司推出店内健康诊所，诊所的员工是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从业护士。店内诊所主要针对没有保健医生或没有时间找保健医生就诊的那30%人口。这项服务主要面向有普通感冒症状的患者。CVS在2006年收购了MinuteClinic诊所，并计划在2008年年底开设约400家诊所，最终CVS药店的诊所将达到2 500家。

为消费者提供便利对超市经营者同样重要。像英国乐购和美国克罗格这样的大型连锁超市有各种商店布局，包括赶时间的顾客喜欢的小型便利店。

位置。位置是超市和药店经营成功的关键。零售商仔细分析计划开新店的地区，评估人口增长趋势和经济活力水平。虽然在较富裕的地区房地产比较昂贵，但这些地区的商店往往有可支配收入较高的居民光顾，这样高利润品牌商品的需求就更大了。考虑商店新址时，来自其他零售商的竞争是成本效益分析的另一个方面，因为竞争对商店交易水平会产生影响。

自有品牌。自有品牌商品是以商店名冠名的商品。全食超市（Whole Foods）拥有的自有品牌商品的比例比平均水平高，利用其品牌在消费者中的影响力来销售自己的产品。虽然超市自己通常不生产产品，但用自己的品牌销售产品有几个好处。第一，全国性品牌产品的利润平均，而自有品牌商品利润更高。第二，自有品牌商品可以用来改善商店形象、提高消费者忠诚度。第三，自有品牌商品的售价通常低于全国性品牌商品的售价（通常减价10%～40%）。

多年来，越来越多的消费者逐渐接受了自有品牌产品。虽然自有品牌产品的“低价购买效应”对产品制造商的盈利不利，但零售商还是很喜欢自有品牌产品较高的销量。

仿制商品。药房正从仿制药较高的销量中盈利。虽然仿制药的售价大大低于品牌药（标准普尔估计仿制药成本为32.23美元，品牌药品的平均成本是111.02美元），但产生的毛利更高——仿制药品的毛利润率至少有50%，而品牌药品的毛利润通常只有15%左右。仿制药约占所开处方中药品的50%，并且这个比例还在增长，而大量品牌药品在未来数年将失去专利保护。[30]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章回顾



必须消费品板块由多个行业组成，包括食品、饮料、烟草、家居用品、个人用品、食品和必需品零售行业。虽然这些行业具有相似的非弹性需求特征，但每个行业还拥有独特的经营环境和驱动器。

- 食品行业包括农业综合企业和包装食品企业。农业综合企业涉及食品生产过程的中间阶段，处于农民和最终产品之间。农作物加工商将原材料精制成生产包装食品产品将用到的配料。包装食品生产商拥有消费者在超市货架上看到的食品品牌。
- 食品行业的驱动器包括人口增长、财富、消费者喜好变化、人口结构变化、国外市场，供应驱动器有天气、资源竞争、技术进步等。
- 饮料行业包括软饮料、啤酒、烈酒与葡萄酒行业。饮料的子行业的运营特点不同导致了利润率不同，这通常是由各行业资本密集程度决定的。
- 饮料行业的驱动器与食品行业的驱动器相似，包括人口增长、财富、创新、消费者喜好变化、分销、人口结构、国外市场和企业合并。
- 烟草行业以卷烟制造为主。烟农将烟叶出售给经销商，经销商将烟叶加工后卖给制造商，制造商再生产成品。
- 烟草行业的驱动器包括价格、产品组合、国外市场和诉讼。
- 家居用品和个人用品是非耐用消费品，通常在厨房或浴室用品箱中可以找到。该行业的企业在研发上耗资巨大，通过消费研究来开发新产品，这些企业通常会自己生产新产品。
- 家居用品和个人用品行业的驱动器包括品牌价值、定价、人口结构、国外市场和创新。
- 食品和必需品零售有食品零售（如超市）、药品零售（如药店）、大型综合超市和购物中心（如沃尔玛）。这些零售商都有一个共同特点——他们主要销售必需消费品，因而业务相对而言没有周期性。
- 食品和必需品零售行业的驱动器包括人口结构、便利性、位置、自有品牌和仿制药。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
必需消费品板块的挑战

股市中的每个板块都面临着独特的商业障碍。本章探讨必需消费品板块的两个主要挑战：

1. 设法促进成熟行业的成长。
2. 应对不稳定的投入成本。

这两个挑战针对利润表的两方面——一个影响收入，另一个影响收益。企业可以通过结构调整或收购来追求高收入增长，而盈利表现主要受企业成本结构管理方式的影响。

挑战一：成熟行业的发展

必需消费品板块各行业在世界发达国家市场已经成熟，继续成长往往颇具挑战性。今天消费产品企业面对的一个主要问题是：企业如何从非耐用商品中赚取增长的、可重复的销售额?

必需消费品企业寻求可重复增加收入，因为可重复增加收入可以成为利润表中可预测的、稳定的收入。品牌忠诚度是带来可重复增加收入的一个保障，因为消费者一旦接受某个品牌（无论是汽水、啤酒、洗发水、洗涤剂或冰激凌），往往对该品牌相当忠诚。

消费者依赖度显然对重复销售有利，但对增加主要产品销售和市场份额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作用如何呢？这里消费者依赖度有反作用，因为增加市场份额意味着吸引竞争品牌的客户，并将其转换成自己的新客户，但竞争品牌也有自己的忠实消费者。必需消费品企业扩大市场份额主要有两种方式：创新和收购。

创新

创新是企业成长的有效手段。最成功的创新者通常不局限于传统智慧，而且扮演着行业规则改变者的角色。他们冒着可测定的风险去做别人尚未做的事情，如果成功，他们将通过引进上乘的产品和工艺来提高自己的竞争力，从而改变竞争格局。

> "领导者和追随者的区别就在于创新。"
>
> ——苹果电脑公司共同创始人、CEO 史蒂夫·乔布斯

创新者的回报可能是在一段时间内有很高的收入和利润。在竞争对手超越先行者的独特价值主张之前，品牌依赖可能会起作用，以防止消费者选择其他品牌。换句话说，简单地套用新理念可能并不足以实现有意义的收益——竞争者必须有更好的产品或提出更引人注目的价值主张。

作为必需消费品企业的一个重要战略属性，创新似乎有点违反直觉。虽然一般的必需消费品产品类型通常不会迅速变化，但新的变化不断出现或改进逐渐增多。为了保持竞争力，必需消费品企业必须能够识别可能吸引新客户和获取市场份额的新的产品功能优势。

必需消费品创新与其他行业创新的主要区别是强烈的消费者关注度。必需消费品企业研发预算的很大一部分花费在实验室外进行的消费者学习研究上。必需消费品企业每年花费数百万美元来研究是什么驱使消费者作出购买决定。消费者学习的类型包括：

- 焦点小组访谈
- 消费者满意度调查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 品牌知名度跟踪
- 细分市场研究
- 定量市场分析
- 实地研究
- 其他

在实践中创新——宝洁公司

宝洁公司的企业文化以创新为基础，这一点广为人知。宝洁公司用营销和研发费用来促进创新。无论宏观经济背景如何，宝洁公司每年的营销和研发费用通常占据收入的一部分。现在宝洁公司每年投资逾2亿美元用于消费者研究，目的是了解消费者阐明和未阐明的需求。阐明的需求不言自明。未阐明的需求是消费者在焦点小组访谈中未提及但通过行为表现出来的需求。

举一个创新的例子：宝洁公司的消费者调查显示有一半的人渴望拥有更洁白的牙齿，但只有十分之一的人采取行动——向牙医支付几百美元来美白牙齿。宝洁认识到这个机会，研发出一种过氧化凝胶，这种凝胶可以方便地贴在牙齿上，然后在30分钟内取下。这就是佳洁士净白牙贴。

通过创新实现内生增长并不总是要推出新产品，也可以通过对现有产品做进一步改进来实现增长。宝洁公司另一个例子是纺必适（Febreze）除臭剂。能去除织物气味的纺必适产品最初于1998年上市，到2001年，纺必适已占据了全球织物去味清新剂3亿美元市场一半左右的市场份额。纺必适似乎没有太多发展空间了。

宝洁展开消费者调查，发现大多数消费者对纺必适的气味很满意，但是很少使用该产品。宝洁的结论是：要发展该品牌就要重新定位产品，要消费者更多地使用该产品。2004年，宝洁推出纺必适空气清新喷雾剂和熏香，并让宝洁其他品牌的产品（如汰渍和 Bounce 衣物柔顺剂）拥有纺必适的清新香味。对原有产品的改进创新使纺必适的年销售额增长了一倍多，纺必适品牌价值达到7.5亿美元。

资料来源：艾伦·乔治·雷富礼，拉姆·查兰，游戏规则改变者：如何用创新驱动收入和利润增长，皇冠商务出版社：2008，96

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的评估创新 遗憾的是预测创新类似于盲目作出天气预报。消费品企业通常会在季度电话会议上谈到创新。如果某企业在电话会议上讨论某个初期阶段的产品，这很可能不是一个突破性的想法。必需消费品公司通常不喜欢公开说明重大的创新，公开说明无异于在说："嘿，竞争者，我们明年要推出一个大的创意，创意就在这儿——赶紧来拷贝一份。"

投资者评估创新的第一目标应该是忽略投机性的创新，因为这种创新很可能不可靠。实际情况是1 000个创新里仅有1个会带来超过1亿美元的销售额——这是最大的消费包装食品企业创新成功的概率。

消费品行业的创新是商品化和执行的创新。如果一家公司能把这两件事都做好，就能比同行更有可能创新成功。创新过程涉及产品上架、定价、销售以及建立消费者的品牌意识。

通过收购促进增长

如果创新枯竭，还有一个办法可以实现内生增长——购买别人的创新！一直以来合并和收购（M&A）是必需消费品企业常用的发展战略，因为协力优势是非常实在的。

包装消费品企业购买像塑料这种常用来包装的物品时有采购协同效应。企业合作运营促进了零售商和广告媒体购买的杠杆作用，从而产生协同效应。分销协同作用通常让收购方立即给小品牌注射了一剂强心针，收购方将小品牌企业的产品装在货车上，并将这些产品运往自己的零售合作伙伴处。事务部门的运作也很容易产生协同效应，如记账，这在消费品行业是有规范的。这些类型的协同效应通常是成功的并购交易背后的重要因素。

成功的交易通常可以使利润快速增长，并且可以使企业很容易开展利润更高的业务。宝洁达到2 000亿美元市值不仅仅靠创新，它这些年来也收购了一些公司，开始经营利润更高的产品，如化妆品、保健品，甚至宠物用品（如宠物食品）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购趋势

必需消费品板块的合并和收购活动经历了高峰和低谷。如图5－1所示，交易频率在20世纪90年代末达到了顶点，2005年和2006年又迎来新的热潮。合并热潮上升时有一种级联效应。当竞争对手进行交易以扩大规模优势和市场份额时，同行公司的高级管理人员感到捍卫自己的领地有压力，于是也进行收购。这顺应了并购趋势，当该板块的交易增多时就可以开始关注下一个可能被收购的对象。在交易前收购目标收购企业是必需消费品板块实现短期巨大收益的最佳方法之一。

然而这并没有那么容易。看起来明显像收购目标的企业通常会抬高估价以期被收购。如果交易没有实现，高估价会累及这些企业股票的长期业绩。如果没有某种特殊技巧来确定收购目标，关注实力较强且有稳定长期前景的企业通常是最安全可靠的办法。

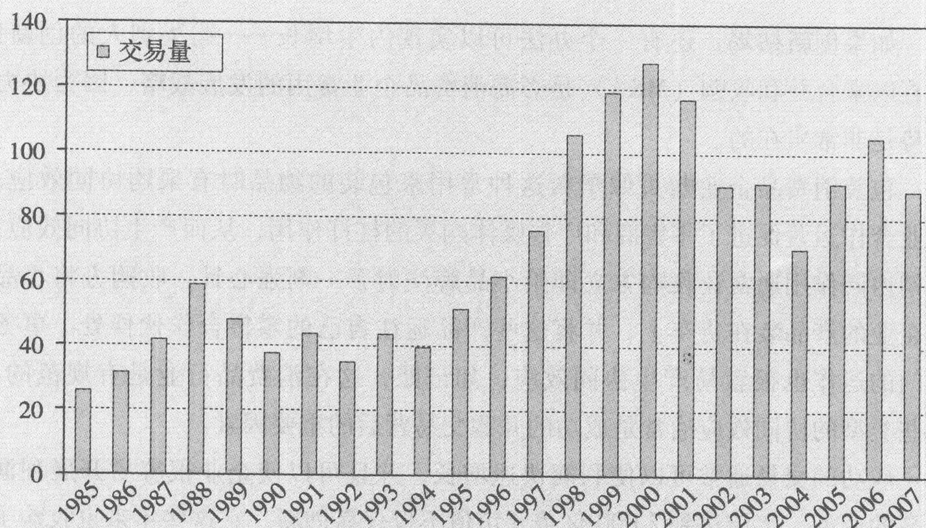


图5－1　必需消费品板块并购交易量

资料来源：汤姆森路透，数据截至2007年12月31日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购分析 并购如何影响该板块？这取决于交易是如何进行的。当一家公司用现金（手头的现金或借来的资金）收购另一家公司时，被收购的公司不再作为一家独立公开交易的公司存在，股票从市场中撤回，板块股份供应也会下降。由于股票价格由供求决定，如果必需消费品类股票的需求保持不变或上涨，那么收购对价格有积极影响。如果整个板块有高水平的现金合并，价格上扬会更猛。

但合并也可以用股票来交易。例如，A 公司市值 200 亿美元，B 公司市值 100 亿美元，则股票供应总额为 300 亿美元。假设 A 公司想收购 B 公司。通常收购价要高于被收购公司的市值，可能高出 20%，即 A 公司要支付 120 亿美元。A 公司发行 120 亿美元 A 公司新股，B 公司不复存在。以前的股票供应总额为 300 亿美元，现在是 320 亿美元。如果这种情况很普遍，在必需消费品类股票的需求没有跟上的情况下可能对整个板块的行情有负面影响。

也可以用一部分现金加一部分股票来进行交易。例如，A 公司向 B 公司支付 60 亿美元的现金加上 60 亿美元的股票。但大多数现金/股票交易通常会降低股票供应总额，这是行情看涨的一个因素。

如何知道现金交易或现金/股票混合交易何时更有可能发生？需要观察债券收益率（bond yields）和收益率（earning yield）。债券收益是公司的借款成本。收益率与 P/E 比率相反，是 E/P（每股收益与每股价格之比）。当收益率高于债券收益率时，企业可以低价借款并买进高收益率的股票，高收益率与低债券收益率之差就是利润。如果交易得当，交易本身就提供了资金，并能迅速增加收购者的收益。在所有条件相同的情况下，如果收购者每股收益上涨，股票价格也会上涨。这是 CEO 们进行收购（或回购自己的股票，其中的道理是相同的）的强大动力。在合并和收购发生概率较高的时期，利率通常是良性的，债券收益率低于收益率，2005 年、2006 年和 2007 年的情况正是如此。

合并和收购对整个板块都会产生影响，但个股受到的影响还取决于其他因素，至少在短期内情况是这样。在短期内，华尔街对交易信息有时候反应积极，有时候反应消极。对投资者而言非常重要的一点是不要被近期下意识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的反应所左右，要了解交易对公司的长远影响。企业如果想合并或收购，应该找到与自己现有业务相吻合或能引进有竞争力的新价值主张的目标企业。

正确的收购——桂格燕麦/佳得乐 企业合并后会发生什么呢？桂格燕麦公司收购的结果有好有坏。桂格燕麦公司成立于1891年，最初生产即食谷物，但很快产品变得多样化，在20世纪收购了多家公司。可以说，桂格最重要的一次收购是1983年收购了佳得乐公司。桂格以2.2亿美元收购了佳得乐的生产商斯特克里公司（Stokely - Van Camp），有一个共识是桂格出的价太高了。1983年以前，佳得乐的销售额仅有9 000万美元（占当时美国饮料市场份额的0.1%）。一名食品分析师说："像斯特克里这样普普通通的公司想乱开价简直是荒唐。"[①]但佳得乐已占有运动饮料市场97%的份额。佳得乐在这个有大幅增长潜力的饮料类别中占有统治地位，这一点吸引了桂格。将斯特克里公司几乎所有的业务种类出售之后，净收购价为9 500万美元。

到1989年，佳得乐产生1.25亿美元的年利润（占桂格总利润的五分之一）。《商业周刊》称桂格的这次收购是20世纪80年代最佳收购之一。2000年，百事以134亿美元股票收购桂格燕麦公司，从而获得了最优秀的非碳酸饮料品牌。[②]

佳得乐的名人粉丝

佳得乐的许多成功都是因为幸运。

斯特克里的营销团队未做任何宣传，而佳得乐却成为了猫王的最爱。猫王在他20世纪60年代末和70年代初的表演中喜欢与歌迷谈论他自己喜欢的事物，比如空手道。他也常常提到佳得乐。他说："佳得乐是专为运动员设计的，它被吸收的速度比水快12倍。"

另一个偶然获得的营销机会是在1985年。当时纽约巨人队的吉姆·伯特在战胜华盛顿红人队后拿起一瓶佳得乐冷饮往教练比尔·帕塞尔斯身上浇。帕塞尔斯认为这很好，非常好。他有些迷信，允许他的球员在1986年赛季继续往他身上浇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佳得乐。巨人队在那个赛季的比分是 14∶2，赢得了超级杯。泼佳得乐从此成为一种庆祝胜利的方式（大多数球队那时都是用泼水来庆祝）。在那个赛季，帕塞尔斯被超过 80 加仑的佳得乐淋过，他观看比赛时穿的衣服大部分都被佳得乐给毁了。

资料来源：达伦·罗维尔，口渴这事儿：佳得乐如何将补充人体出汗的科学变成一种文化现象，AMACOM Books，2006：57

桂格燕麦公司 1983 年收购佳得乐之后对该品牌进行了品牌建设。从 1984 年到 1990 年，桂格的电视广告使用了一条成功的广告语："佳得乐解口渴，更解体渴！"这条广告语在 1987 年深得人心，一项广告调查显示 79.2% 的消费者可以将"______解口渴"这句话补充完整，答案当然是"佳得乐"。在"解渴"广告宣传之下，佳得乐 1990 年全年销售额增长 25%，接近 9 亿美元。[③]

1990 年前，佳得乐主要靠体育赛事来打造品牌形象。斯特克里公司的高级管理人员并不想刻意打造品牌形象，担心品牌会失去其合理性。然而到了 1990 年，体育营销正在发生变化。很多运动员与企业签约，为产品（如消费频率越来越高的饮料）做广告。例如，篮球明星"魔术师"约翰逊为百事代言，迈克尔·乔丹与可口可乐公司签约。

乔丹为佳得乐代言很正常，因为桂格的总部在芝加哥，而他是芝加哥球员。1990 年乔丹与可口可乐公司的合约到期，桂格公司立马与这位芝加哥公牛队的球星签了合约。"像迈克一样"是首个请迈克尔·乔丹为佳得乐做的广告的广告语。该广告大受欢迎，各地的孩子们都梦想着喝了佳得乐就会变得像他们心目中的英雄一样。

乔丹所在的芝加哥公牛队在 20 世纪 90 年代初赢得了一场又一场的比赛，乔丹作为代言人的号召力更强了，这也提升了佳得乐的销售潜力。桂格利用乔丹在海外的知名度为佳得乐的国际销售打开了 26 个新市场。乔丹也帮助桂格扩大了佳得乐在超市中的销量。佳得乐的销量首次超过了桂格的燕麦产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佳得乐成为桂格成功收购品牌的首要因素是持续不断地打造佳得乐是职业运动员首选饮料这一品牌形象，这个特质是竞争对手不能轻易复制的。桂格在伊利诺斯州巴林顿市建立了佳得乐运动科学研究院，该研究院致力于研究最前沿的提高体能的饮料。精明的营销、产品设计的小增量更改和一点点运气让佳得乐10年来保持着80%的市场份额，销售额从1亿美元增至10亿美元。

错误的收购：桂格燕麦/斯纳普（Snapple，一种果味饮料） 由于受到20世纪80年代成功收购佳得乐的鼓舞，桂格燕麦在20世纪90年代又将另一非碳酸饮料品牌收入囊中：1994年，桂格以17亿美元收购斯纳普。收购斯纳普之时，即饮（RTD）茶饮料产品越来越受欢迎。但到1997年，收购斯纳普让桂格损失逾10亿美元。桂格收购斯纳普在商业圈里被称为10年来最差的收购之一，本次收购砸了桂格的董事长和总裁的饭碗，最终使桂格独立存在的日子一去不复返（数年后百事收购了桂格）。

1972年，两名窗户清洁工（这两人是连襟）和一名保健食品商店店主创立了纯粹食品公司（Unadulterated Food Products，Inc.），也就是今后的斯纳普。创始人把果汁和全天然汽水放在纽约市的保健食品商店内销售，并在1987年进入冰茶市场。他们使用了非专业的包装设计，并采用了广告语“用地球上最优质的原料制成”。产品销量增长引起了波士顿的托马斯·H. 李公司（Thomas H. Lee Company）的兴趣，该公司于1992年收购了纯粹食品公司，并将品牌名改为“斯纳普”，一年后斯纳普上市。[④]

斯纳普成为上市公司后一直保持其另类形象。该公司曾有一次令人记忆深刻的市场推广活动，活动中让一名有着浓厚纽约口音的雇员温迪·考夫曼给斯纳普代言。

斯纳普的分销渠道在当时也很独特。由于公司没有足够的资金来推动全国超市的销售，因此公司将精力用在所谓的“冷渠道”上——聘用销售人员在成千上万的速食餐厅和出售冷饮的熟食店销售产品。这种营销方法起初作用不大，但随着时间推移却成为了庞大的营销力量。到1994年，斯纳普已实现在全国销售。冷渠道的营销人员逐渐扩展并在超市占有一席之地，10年内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯纳普的销售额从400万美元增长至6.74亿美元。[5]

作为生产即饮茶的先行者，斯纳普争得了有意义的市场份额。斯纳普被视为有创新精神的公司，该公司开创了茶饮料热包装法，开发了新颖的玻璃门自动售货机来展示瓶装饮料。但到了1994年，斯纳普受到涌入市场的新成员的挑战（亚利桑那冰茶、楠塔基特果汁、可口可乐合资公司的雀巢茶以及百事合资企业立顿都在分割斯纳普的市场份额）。从1993年到1994年，斯纳普失去了一半的市场价值。为了竞争和持续增长，斯纳普必须改变。

斯纳普这个创新者的成功引起了桂格燕麦的关注，桂格认为斯纳普与自己的佳得乐品牌是天生的一对。桂格有资本与可口可乐和百事公司展开更有效的竞争，并且看到在国内、国际扩张斯纳普品牌及创造规模经济协同作用的机会。桂格于1994年12月以17亿美元收购斯纳普。[6]

桂格在收购斯纳普之后的目标是合理安排销售和促进协同作用。具体来说，桂格试图利用斯纳普在冷渠道（熟食店）销售的实力来辅助佳得乐，利用佳得乐在暖渠道（超市）的实力来促进斯纳普销量增长。桂格试图说服销售者放弃斯纳普的超市经营，但给予他们通过冷渠道销售佳得乐的权力。销售者反对这一交易，因为斯纳普的利润是佳得乐的两倍。销售者推断桂格企图通过提供不够有价值的交换条件让他们放弃好不容易争得的超市份额。[7]销售合理化从未实现过。

桂格在包装上也失了手。桂格曾成功推出各种包装规格的佳得乐，但消费者不喜欢32盎司和64盎司瓶装的斯纳普。佳得乐的包装成功是因为多数情况下人们都是在运动后喝佳得乐，此时他们非常口渴，需要大量补水。但斯纳普的核心功能是作为佐餐饮料，16盎司瓶装是比较理想的。

失误不断出现。桂格以为可以通过弃用温迪代言而推出更专业的广告来改进斯纳普的品牌形象，而这样做导致斯纳普失去了自己的一个特性。斯纳普还放弃了两个曾受认可的代言人——电台脱口秀主持人拉什·林博和“震惊骑师”霍华德·斯特恩（“震惊骑师”指以通过夸张/偏激的言论或方式来挑起辩论从而增加收听率的一类广播节目主持人——译者注）。林博相对平静，斯特恩却与公司展开争论，长期通过广播抨击斯纳普，并鼓动听众远离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"废物"（Crapple 意为废物，跟 Snapple "斯纳普" 读音相近——译者注）[8]。

1994 年是斯纳普销售的巅峰期，那一年桂格收购了斯纳普，接下来斯纳普的销售年年下降。到 1997 年，桂格意欲出售斯纳普，积极与多方进行谈判，但只有纳尔逊·佩尔茨的三弧（Triarc）公司愿意做这笔交易。三弧用 3 亿美元左右收购斯纳普，这使桂格损失了超过 10 亿美元。

最为讽刺的是短短 3 年后，也就是2000 年，三弧公司以 14.5 亿美元将斯纳普饮料集团出售给吉百利史威士股份有限公司（Cadbury Schweppes）。[9]这样看来问题不是斯纳普已经过气了，而是桂格没有预见到自己与斯纳普之间根本性的文化不匹配。桂格试图复制佳得乐的成功，但斯纳普需要不同类型的品牌管理。三弧公司的文化与斯纳普更相称，并成功地将大部分斯纳普以前的销售者召回。三弧为该品牌的营销带来了一次有趣的本性回归，很快扭转逆境并获得成功。

并购分析框架 在个股层次上分析并购很困难，因为每笔交易都有不同的层面。为了增加成功概率，需要有一个分析交易的系统框架。一个分析必需消费品公司的很好的框架包括以下步骤：

步骤 1：确定和评估企业合并后协同作用的前景。是否有真正的协同作用？影响公司盈亏的时间有多长？

步骤 2：分析交易的质量。收购者能否在过去的基础上有效管理新收购的品牌？是否会有如斯纳普经销代理与桂格之间发生冲突这样的整合风险？

步骤 3：审查交易的数量。运用基本估价分析方法比较近来类似收购的价格。比如，与类似的交易相比，收购目标的企业价值与 EBITDA（扣除利息、税收、折旧和摊销之前的收益）之比是高还是低？与其他被收购的公司相比，目标公司的股本回报率怎么样？最后还要知道：基于这种分析，收购者支付的价格是否合理？通常市场会通过对交易信息最初作出的反应来回答这些问题。尽管如此，投资者自己进行独立分析仍然大有帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购的障碍——垄断地位

寻找适合收购的必需消费品公司的最佳区域是那些不太关注反垄断的地方。例如，在比较分散的啤酒行业，英博和安海斯布希于2008年达成一笔600亿美元的交易。比较分散的糖果业巨头箭牌和玛氏也达成协议并决定在2008年合并。相比之下，宝洁会不会收购高露洁？很可能不会，因为佳洁士（宝洁公司品牌）和高露洁（高露洁棕榄公司品牌）合在一起几乎垄断了牙膏市场。这种交易很可能遭致监管者的大力反对。

挑战二：应对不稳定的投入成本

削减世界消费类包装产品的成本被形象地称为“减掉脂肪”，这种挑战没有止境。如果艾伦·乔治·雷富礼在未来32年继续担任宝洁公司的CEO，他可能还是会每天早晨去办公室，工作的目标依然是削减宝洁的成本。

> 我不想重复说，但这是我任职的第32个年头，公司仍然还有可削减的成本。这并不是因为我们没有在这件事上花心思，也不是因为全球13.8万名宝洁员工每天没有卖力工作，而是因为总有方法可以让做事变得更简单，这正是我们所关注的。我们关注的是简单和高效。
>
> ——宝洁公司CEO艾伦·乔治·雷富礼
> 在公司2008年第四季度电话会议上的讲话

事实是这样的，附着业务不断发展壮大，效率低下的情况也不断出现。消费品公司的执行团队不断致力于让自己的企业更精确地运作。他们研究成本结构，不断寻求优化运营的方法。这些工作成功的衡量标准是利润率。效率最高的公司通常在同行业中利润率也最高，这带来了更高的利润、华尔街更优惠的待遇以及股本价值的最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投入成本的挑战

整个必需消费品板块通常是价格非弹性的，但这并不意味着价格不是决定板块中赢家和输家的因素。一般来说，成本较低的生产商有价格优势，这提高了价值。价格可能不会影响消费者是否购买某种类型的必需消费品，但他们在决定购买哪个品牌的产品时的确会考虑价格。因此对定价能力的成本控制效果是收入增长的驱动器。沃尔玛是一个很好的例子。沃尔玛的营业收入比其他任何零售商的营业收入都高，这都是以沃尔玛卓越的成本管理为基础的。沃尔玛的成本管理有利于其“天天平价”的模式。

成本结构对成本底线的影响比其对盈利的影响更重要。当必需品公司看到用于产品生产的重要原材料价格开始上涨时，利润压力可能很快就接踵而至。

应用　假设 X 公司 Z 品牌肥皂的销售成本（销售成本是利润表中表明产品生产直接成本的一项数据。销售成本包括原材料成本、直接人工成本等）是 5 美元，X 公司将成品出售给消费者的价格是 10 美元，那么 X 公司该产品的毛利润率是 50%。以下是计算方法：

$$毛利润\% = \frac{营业收入-销售成本}{营业收入}$$

$$= \frac{\$\ 10-\$\ 5}{\$\ 10}$$

$$= \frac{\$\ 5}{\$\ 10}$$

$$= 50\%$$

如果投入成本上升 10%，则销售成本增加 0.5 美元，变成 5.5 美元。如果 X 公司对 Z 品牌肥皂的定价能力很强，将肥皂价格提高，且价格上涨幅度和销售成本上涨幅度一样，即上涨 0.5 美元（在大多数情况下不太可能），那么每包肥皂的营业收入攀升到 10.5 美元。在这种乐观的情况下，毛利润率会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生变化：

$$毛利润\% = \frac{\$\ 10.50 - \$\ 5.50}{\$\ 10.50}$$

$$= \frac{\$\ 5}{\$\ 10.50}$$

$$= 47.6\%$$

即使 X 公司价格上涨的幅度与成本上涨的幅度完全一样，毛利率仍然下降了 2.4%。这仅是用数学方法计算出来的结果，这种情况在原材料成本上升的时期很正常。

同一个行业中的企业通常投入成本中的销售成本相当，且都受到商品成本上升期的影响。例如，如果油价上涨，高露洁棕榄公司和金佰利公司的包装（包装用的塑料是石油的衍生物）、货运费用会更高。如果玉米价格上涨，家乐氏公司和通用磨坊公司生产谷物食品和其他食品的投入成本会上升。所有这些都能得出一个重要结论：商品成本在必需消费品板块很重要。

必需消费品公司应对投入成本挑战有几种常用的方法：

- 套期保值
- 定价
- 改变产品配方
- 重组

套期保值 为了避免投入成本上升，消费产品制造商可能考虑购买关键投入商品的远期或期货合约。远期合约是交易双方的私人买卖合约，在一段时期内双方商品价格交易方向相反。期货合约是同类型的以预定价格买卖商品或金融工具的合约，但这种合约的交易须遵循更严格的标准，且必须在交易所进行。远期和期货交易可以让消费品公司对冲商品风险。如果公司买空一种价格上涨的商品，有利的回报有助于抵消投入成本上升对业务运营的不利影响。

谁有动机向消费品公司出售合约？要么是为了赚取利润对某一商品下注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投机者，要么就是和消费品公司一样想减轻一些经营风险的企业主。种植玉米的农民可能出售玉米期货合约以确保在玉米供应过剩导致价格下跌时不亏损。

套期保值是一种非常重要的工具，可以帮助抵御毛利率下降。对于投资者来说，错综复杂的事实是套期保值在不同程度上对公司有利或有害，这取决于公司的交易方法有多成功。

定价 大多数必需消费品的价格弹性都比较弱，这样公司就可以将上升的成本转嫁给消费者。但是成本上升一段时间后价格才上涨通常会带来暂时的利润压力，公司就很难每个季度都完成利润目标。此外，为了确保不失去市场份额，公司的定价与竞争对手的定价不能偏离太远，因此公司会非常关注竞争对手的定价策略。

产品配方 有些消费品制造商有能力用较少的投入改变产品的配方。例如，宝洁公司花费多年采用各种不同类型的原材料重新设计产品，并通过焦点小组访谈测试新配方产品对消费者的吸引力。通过这些前期努力，宝洁公司遇到某些商品比其他商品价格上涨更快的时期时会改变特定产品的配方，由此可以减轻成本压力。宝洁公司利用计算机模型来预测消费者是否可能接受经过重新设计但质量与以前相当的产品。[10]

重组 虽然毛利受到投入成本和定价的支配，但通过管理可以更容易地提高营业毛利。毛利与营业毛利之间的差额取决于销售、总务、管理（SG&A）费用。SG&A 指直接和间接销售费用（如广告）以及与业务运营相关的总务和管理费用（如电费、非销售人员的工资）。在投入成本上升的时期，为了减轻利润压力，公司专注于提高供应链效率和重组业务，这样可以减少 SG&A 费用，提高营业毛利，减轻销售成本中原材料成本上升的压力。提高效率的常用策略包括改善配送物流、运用新技术更好地管理生产和库存过程。

改善物流涉及任何有助于降低单位分销成本的事情。在高油价时期进行相应物流调整的办法有关闭生产设备，将生产集中靠近最终消费者，以减少运输成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术提高效率的一个例子是 JIT（Just - in - time，及时）盘存。这一策略可以“减肥”，因为公司只在需要货物的时候才提货，这样减少了过多的库存，提高了资本回报率。为了运用 JIT，公司必须能够熟练且准确地预测需求，这通常要用到计算机模型。JIT 与过去的“以防万一”（just - in - case）库存模式不同，后者指公司保留大于需要的库存量以应付任何水平的需求。及时库存能减少营运资金需求，理顺消费品制造商合作伙伴的订单流程，帮助零售商减少支出。

投入成本带来的挑战　为了说明投入成本会给单个公司带来严峻挑战，这里对美国最大的鸡肉生产商 Pilgrim's Pride 公司进行分析。2007 ~ 2008 年，Pilgrim's Pride 公司两项最大的投入——玉米和大豆（鸡饲料）——价格飙升。Pilgrim's Pride 公司报告中称谷物成本比 2006 年上升 41%。同时，鸡肉价格大约是每磅 1.34 美元，低于五年平均价格每磅 1.63 美元。Pilgrim's Pride 公司面临着重大障碍，但没有部署任何有意义的投入成本战略。

套期保值。Pilgrim's Pride 公司没有利用套期保值来平衡 2008 年上半年谷物涨价时的投入成本风险。因此当玉米和大豆涨价时，Pilgrim's Pride 公司的利润直接下降。2008 年下半年，Pilgrim's Pride 公司估计谷物价格会持续上涨，也确实尝试过积极的套期保值策略。但不幸的是，Pilgrim's Pride 公司下错了筹码，在商品价格开始大跌时买空。这种情况加剧了 Pilgrim's Pride 公司的运营问题，到了年底财务状况已经相当差了。

定价。Pilgrim's Pride 公司几乎也没有什么定价能力。和其他所有商品一样，鸡肉的价格受到供求驱动。每年对鸡肉的需求是相当稳定的，因此价格通常只能随着供应情况波动。鸡肉（也称为肉鸡）也很商品化——这种产品完全可以被替代，即使是品牌产品也没有什么理由售价高于平均价格。事有凑巧，2007 年夏天到 2008 年夏天鸡肉供应量很充足，因此鸡肉价格便宜，一场由商品驱动的完美风暴来袭了。图 5 - 2 显示了 Pilgrim's Pride 公司的投入成本压力。图中显示了玉米、大豆和肉鸡这三个指数（从 2007 年 8 月开始），说明了这三种商品在未来一年中的相对价格表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

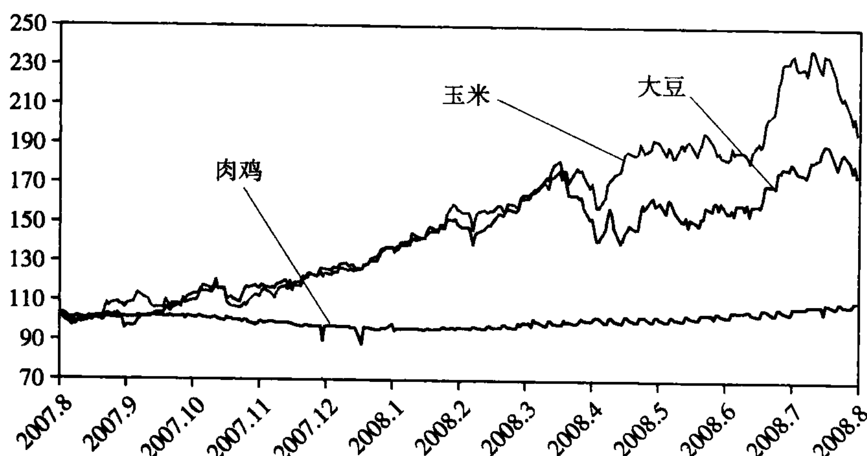


图 5－2　Pilgrim's Pride 公司的投入成本压力

资料来源：汤姆森数据库

因为该公司缺乏定价能力（从肉鸡价格持平可以明显看出这一点），账本底线由公司的主要投入成本控制，即玉米和大豆。

鉴于 Pilgrim's Pride 公司对投入成本的敏感性，该公司的股票交易与玉米价格（Pilgrim's Pride 公司最高的投入成本）的负相关程度相当高。正如从图 5－3 中所看到的，大多数时候 Pilgrim's Pride 公司的股票交易价格与玉米价格方向相反。玉米价格上涨时，Pilgrim's Pride 公司的股票就下跌，与玉米价格的相关系数是－0.86，R^2 等于 0.74（R^2＝相关数的平方）。这意味着 Pilgrim's Pride 公司股票 74% 的变化与玉米价格变动有关。

改变产品配方。 Pilgrim's Pride 公司无法对配方做太多改变来缓解投入成本压力。鸡饲料由各种农产品组成，如玉米和大豆，产品配方改变的可能性很小。

重组。 应对原材料涨价带来的沉重压力对企业来说是家常便饭。Pilgrim's Pride 公司开始采取措施，通过重组来减少 SG&A 费用。到 2008 年 8 月，该公司关闭了 3 个鸡肉加工厂和 7 个配送中心，裁员 2 000 多人。[11]

虽然这些重组工作能削减成本、减少红利分配，但只有玉米价格下降或鸡肉价格上涨，或 Pilgrim's Pride 公司找到抵消成本收入的新方法，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Pilgrim's Pride 公司的业务才会有根本性的改善。

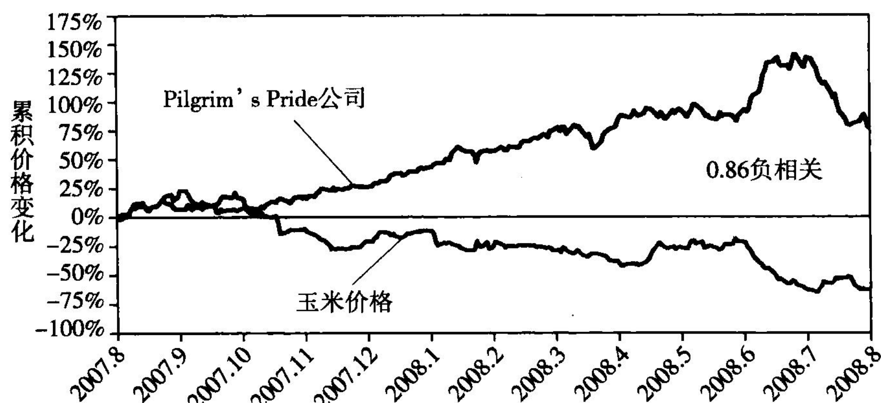


图 5－3　Pilgrim's Pride 公司股价与玉米价格

资料来源：汤姆森数据库

课后作业——紧跟商品趋势　必需消费品投资者常规功课的一部分是密切关注商品市场发生的情况。具体来说，投资者应当尝试识别那些对自己所投资公司的成本结构有重要影响的商品，然后定期跟踪这些商品。投资者可以在《华尔街日报》上或可以定期查看股票报价的任何地方找到商品报价。彭博（Bloomberg）是一个好资源，可以让投资者对基本商品有一个全面了解（http：//www. bloomberg . com/markets/commodities/cfutures. html）。

本章回顾



消费品企业面临着一系列挑战。对必需消费品板块中的企业而言，两个最严峻的挑战是设法促进成熟行业的成长和应对不稳定的投入成本。企业通过创新实现有组织体系的增长，通过收购实现无组织体系的增长。投入成本的波动与商品市场的变化一致。企业试图以各种方式应对成本压力，包括套期保值、定价、改变产品配方和重组。

创新在企业界是“进攻力”，是有机增长和扩大市场份额的主要手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 创新成功的企业每个季度的研发费用很稳定。除了依靠过去的经营成果和声誉，没有一个好办法预测创新在未来能否取得成功。如果价格便宜，不妨收购创新优胜者。
- 合并和收购在必需消费品板块很常见。最好的交易要有经常性业务与品牌相契合的收购目标，价格要合理，能提供无数协作机会，而且在初期就能增加利润。
- 定价在消费品领域竞争异常激烈，企业对投入成本上升很敏感。
- 企业通过购买远期或期货合约、上调价格、利用替代品改变产品配方、重组机构减少 SG&A 费用来防御投入成本上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

新兴市场中的必需消费品

著名管理顾问彼得·德鲁克很重视人口结构变化趋势的研究，他称人口结构变化趋势是已经发生的未来。

就必需消费品板块而言，今天比新兴市场人口结构变化趋势更强劲更明显的地方没有几个。虽然发达国家的必需消费品板块通常由成熟的行业组成，但核心必需消费品在新兴市场的产品渗透率很低，因此有国际营销平台的企业有潜在的市场机会。

机会来临

2005 年，发达国家人口只占世界人口的 15%，但支配了全球经济的 79%。同时，新兴市场人口占世界人口的 85%，但经济只占全球经济的 21%。[①]

这种反差不会永远持续下去。随着这种反差逐渐消失，强大的发展机会在欠发达国家将会不断出现。新兴市场国家大约有 50 亿人口，这些国家越来越多的人加入急速增长的中产阶级，与发达国家的差距也逐渐缩小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是中产阶级?

新兴市场中产阶级与发达国家中产阶级的定义有所区别。高盛将“世界”中产阶级的范围（包括发达国家和欠发达国家）定义为以购买力平价计算年收入在6 000～30 000美元的人群。

过去20年技术和通讯的发展有利于日益全球化的企业格局，让企业能够在世界各地开设生产和分销机构，将业务和知识资本带到以前非常缺乏业务和知识资本的地方去。这样做的好处在于能够加速创造就业机会，提高世界上许多最贫困地区人民的生活水平，并为跨国企业（MNC）带来大规模的新的消费者。到2030年，将有20亿人加入全球中产阶级的行列，这个数字令人震惊。如果情况果真如此，伴随工业革命而产生的19世纪中产阶级扩张就相形见绌了。

如第二章所分析的，过去意义深远的经济加速时期通常伴随着如今被我们视为“必需消费品”的商品融入日常生活。现在回顾一下为如今发达国家消费经济铺平道路的历史基础。更广泛地获得信贷一直是消费发展的重要因素。以美国为例，在18世纪，随着美国与欧洲贸易扩大，出现了信贷机构。19世纪的工业革命带来大规模生产和大量的就业机会。20世纪20年代，美国开始发展电气化，像洗衣机、冰箱这样的新技术得以运用。20世纪50年代出现了电视，并与广播一起为企业提供了大量的广告功能。

这些事件在过去三个世纪已在发达国家纷纷落幕，但现在正在新兴市场上演。商店第一次向消费者提供信贷。新兴国家正在成为全球制造中心。基本的电力基础设施正进入偏远的乡村，开辟了发达国家所认为的发展的众多可能性。“金砖四国”（巴西、俄罗斯、印度和中国）的人民购买电视机和电脑，这让西方国家的企业可以向以前未接触过的消费者做宣传。

对于全球消费包装产品企业而言，新兴市场的机会相当多。不过也有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些注意事项。新兴市场中的建筑市场份额不能轻而易举得到，这个领域正变得密集且竞争激烈。本章重点讲述某些公司渗透这些市场所采用的关键战略，并提供背景帮助读者从长远的角度分析不断增长的新兴市场业务可能会如何影响板块和行业（甚至企业）的业绩。

新兴市场和消费产品

有40多亿人每人每天的生活费不到2美元。多年来，大型消费品公司通常认为这代表着不可能生存的市场。虽然那些日收入不到2美元的人的个人购买力肯定成问题，但这些人的购买力合在一起则不容忽视，是一个重要的潜在机会。

跨国公司如果可以解决向新兴市场的消费者提供有盈利的产品这个难题，就可以创造巨大的新市场。第一步是在商品开发中做预先打算。简单地说，新兴市场国家的情况很不一样，那些多年来依靠相同的增长和执行战略的跨国公司会面临很多复杂的难题。要想在新兴市场取得成功，企业必须从根本上改变产品的设计、生产、配送和营销。

新兴市场消费者需求匹配

产品创新需要调整业务计划来满足典型新兴市场消费者个性化程度很高的需求。经过多年的不断摸索和实地研究，我们总结出跨国公司向大众成功推出产品的一些创新方法。

第一个要求是培养生产物美价廉的产品的能力。鼓励发展中市场消费的快速发展的方法是生产单次用量的产品。发达市场中比较富裕的人认为大量购买商品是理所当然的，可以将多余的商品存放在备餐间或冰箱中。跨国公司已了解到世界上穷人的生活每天都要精打细算，因为他们的收入不稳定或很微薄。穷人用工作一天挣来的微薄收入购买商品，单次用量的商品是他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的理想选择。在发展中国家可以买到只有一次用量的洗发水、番茄酱、阿司匹林和其他日常用品。

单次用量产品对产品制造商提出了挑战。举例来说，由于改用其他品牌的成本微乎其微，品牌忠诚变得更脆弱。如果一位女士购买了一小袋洗发水并对该产品不满意，她会在次日改用其他品牌的产品——这就要求产品既要质量好，又要价格便宜。

单次用量的产品还要求企业采用不同于在发达国家所采用的基本商业模式。新兴市场经济的基本前提是小单位包装、低单位利润、大销量、高资本收益。资本收益可以衡量企业用资金投资业务的效率。如果不需要为了产生利润而投入很多资金，就算单位利润率很低，资本收益率也可以很高。这种模式不同于在发达国家所采用的模式，发达国家所采用的模式是大单位包装、高单位利润（与新兴市场相比）、大销量和合理的资本收益。②

让我们通过简单的例子来了解一下新兴市场的商业模式是如何运作的。

应用

A 公司与 B 公司是生产洗发水的消费包装产品制造商。A 公司采用了在发达国家所采用的商业模式，生产了大瓶装洗发水，B 公司则采用了单次用量包装这种新兴市场商业模式。表 6－1 显示了两家公司的收入和营业利润（息税前利润）对比情况。

B 公司的单位销量要高得多，原因是售出的单次用量产品所占比例高，而 A 公司出售的是大包装产品。A 公司产品单价比 B 公司高（4 美元 vs. 0.25 美元），利润率也比 B 公司高（12% vs. 10%）。这使得 A 公司的营业收益更高。但 B 公司的商业模式有其可取之处，即高效的资本投资。

资本利润率（ROCE）可以衡量资本投资的效率和利益率（与投资回报率相似），计算方法非常简单：息税前利润/（总资产－流动负债）。要从资产净值和长期负债（债务）或资本中减去流动负债。这个比例很重要，因为任何企业的真正经济利润是由企业利用资本（用债权人和投资者提供的资金购买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有形资本，比如生产商品和提供服务的设备）的效率决定的。企业用最少的资金赢得的利润越高，企业就越优化。

表 6－1　收入模式对比

	A 公司	B 公司
销量	75	800
单价（美元）	4	0.25
收入（美元）	300	200
营业利润率	12%	10%
息税前利润（美元）	36	20

简单地说，新兴市场的经济环境要求企业更有效地竞争。企业如何做到这一点呢？也许 B 公司会将生产外包给专业的供应商，不再保留自己耗资巨大的工厂和昂贵的设备，这样就能降低有形资本集约度。其他方法包括实施能够降低成本的物流配送战略，从而可以通过减少应收款项相关资本（许多公司在货物离开供应商仓库的时候就开始收款）的方式来管理收入。让我们来看看这两家公司资本利润率的对比。

$$资本利润率=\frac{息税前利润}{总资产-流动负债}$$

$$A公司资本利润率=\frac{36}{40-5}=\frac{36}{35}=103\%$$

$$B公司资本利润率=\frac{20}{25-10}=\frac{20}{15}=133\%$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B 公司的商业模式是许多在新兴市场经营的消费品公司运用的成功行动计划的一个例证。与 A 公司相比，B 公司用更少的资本实现营业利润，资本利润率更高，在新兴市场扩张中是有前途的。

如何运用这种商业模式？首先，B 公司将大部分生产外包。这降低了该公司的有形资本密集程度（B 公司的总资产是 25，A 公司的总资产是 40）。B 公司的长期负债不高，用比 A 公司更少的金融资本就能获得成比例的收益。这些差别的累积效果是：尽管 B 公司的利润率和营业收益相对较低，但资本收益率更高。这种情况有必要作为有关经济生存能力的案例以供在新兴市场经营的跨国公司参考。与发达国家相比，营业利润和收入可能没有那么可观，但只要企业明智地管理投资资本就能获得有效的利润。

在新兴市场经营的另一个重要特征是生产规模。由于产品售价低、单位利润率低，大量销售是获取投资回报的基本规则。在大型新兴市场国家（中国、印度、巴西、墨西哥）经营的大型跨国公司最容易达到这些要求，因为这些公司有能力提供必要的资金，用于支持成功创新、启动大规模分销、利用规模经济降低成本和有效管理资本。

不同的自然资源标准 在美国，人均用水量约为每年 1 932 立方米。而中国和印度分别只有 491 立方米、640 立方米。这种差距要求跨国公司在不耗尽自然资源的前提下，用创新的方法提供产品功能。[③]

例如，联合利华是一家在新兴市场有很强实力的跨国公司，该公司懂得基于自然资源标准的独特要求。联合利华印度斯坦公司是印度最大的消费品公司和广告量最大的广告客户。该公司的核心优势之一是满足印度不同层次的人的需求的能力。例如，联合利华推出了几种洗衣粉：为有钱人开发了 Surf Excel，为中产阶级研制了 Rin 洗衣粉，为广大农村地区的贫穷阶层生产了 Wheel 洗衣粉。[④]尤其是在农村，产品必须战胜最艰难的条件（比如用很少的水、冷水，甚至是咸水洗衣物，有些人还在河流溪涧里洗衣服）。跨国公司需要了解这些需求。联合利华做到了这一点，这也是 Wheel 洗衣粉取得成功的原因。

缺水不是消费品企业唯一需要考虑的自然资源限制问题。电力同样不足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且不稳定。停电是常有的事，所以不是所有的消费者都有像冰箱这样的家用电器。因此跨国公司的高级管理人员如果想有效地向这些欠发达的地区供应产品，就必须设计与发达国家中的产品非常不同的产品。

发展中国家的人们对价值的意识特别强——他们必须如此。例如拉美的消费者用起尿布来特别节约，平均每天只用一到两片。因为他们只能负担得起一天使用一至两片尿布，因此要求尿布有很强的吸水性。跨国公司接受了这一挑战，生产出了满足这些要求的质量更高的尿布。

分销

跨国公司不仅要研究新方法，创造出发展中国家消费者认可的标准产品以在新兴市场取得成功，还必须设计独特的分销方法。

可供应性　跨国公司必须考虑新兴市场市民的居住位置和工作模式。请记住，世界新兴市场的大多数消费者必须工作一整天才有钱去购买当天的必需品。为此，出售消费产品的商店通常打烊时间都很晚，购物的高峰时间是在晚上 7 点以后。交通是另一个问题。由于许多人都没有私家车，在许多地区商店必须开在步行方便到达的地方。

分销的力量

在新兴市场中的农村，分销一直是并将继续是一个障碍，但城区的快速发展使分销变得更容易。到 2015 年，发展中国家有超过 368 个城市的居民会超过 100 万，而且至少有 23 个城市的居民会超过 1 000 万，加在一起会达到 15 亿 ~ 20 亿人。城市对于想扩大新兴市场的消费品企业来说是唾手可得的市场，因为分销较为集中，城市人的收入也往往较高，购买品牌消费品也更轻松。

资料来源：普拉哈拉德（CK Prahalad），金字塔底层的财富：用利润根除贫困，沃顿商学院出版社 2006 年出版，第 12 页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直销网络 直销是在城市以外的地区建立分销网络的一个常用战略。例如，联合利华印度斯坦公司启动了一个将产品销售到偏远乡村的计划，公司对乡村妇女进行培训，让她们帮助公司销售产品。这个计划名为夏克提（Shakti，即印度语的“力量”），该计划让妇女成为销售商，在当地社区销售公司的产品。这些妇女很了解她们的村庄需要什么样的产品，她们还指导当地居民使用她们销售的产品。

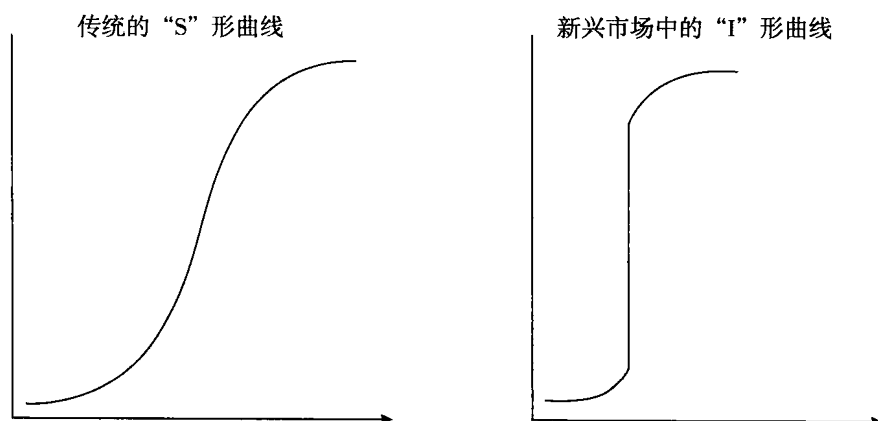
化妆品公司雅芳拥有由 80 万名“雅芳小姐”组成的销售大军，在新兴市场，尤其是在巴西的直销模式也取得了成功。安利公司在印度也取得了类似的成功。该公司在印度建立了一个直销系统，有 60 万名销售代表，营业收入达到 1.1 亿美元。[⑤]

让分销与快速增长相匹配 在发达国家，扩大新消费产品销售的典型方法类似于一个“S”曲线。曲线的开端是推出新产品，产品需要一段时间来吸引消费者注意力。一旦产品实现了与消费者的共鸣，分销规模就会在数年内扩大，产品会销往全国。多年后，需求开始减少，因为功能优势更强的新产品会成功进入市场。[⑥]

在新兴市场，大多数消费产品有着另一种不同类型的曲线——“I”形曲线。发达国家中大多数大型企业的经营缓慢增长，而新兴市场国家却以更快的速度扩张。“I”形曲线表明受欢迎的产品能迅速占领市场，使其他产品快速淘汰。[⑦]这种快速增长环境为想快速赢得市场份额的跨国企业创造了新的需求。联合利华印度斯坦公司的目标是快速建立由 100 万名直销人员组成的销售网络。为达到这个目标，该公司必须每个月聘用、培训 3 万 ~4 万人。[⑧]如果该公司要用大量直销人员击败竞争对手，在这个地区站稳脚跟，那么评估、雇佣、培训这么多人就是一项艰巨但必须完成的任务。

“I”形曲线还提出了新的挑战，就是扩大规模。分销发展的时间和速度变得至关重要。成本必须一直保持在较低水平，以创造使消费和整体市场增长的能力（与之前提到的 B 公司的商业模式一致）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



广告

在新兴市场较富裕的地区投放的广告与在发达国家投放的广告并非完全不同。随着城市居民拥有的手机、个人电脑、收音机和电视机的数量增多，新兴市场很大一部分消费者都很享受以前从未获得的信息和娱乐。这些技术带来了大众广告功能。电视迄今一直是新兴市场较富裕地区最有效的广告形式，这些地区的消费者往往品牌意识非常强，特别有吸引力的是西方国家的中产阶级品牌（发展中国家的人可能买不起宝马，但能买得起“时髦”的西方国家的家居用品或饮料）。

大多数我们习以为常的技术在较贫困的地区却无法企及。例如，印度40%的地区是“传媒黑暗”区，因此电视和收音机没有成为向消费者宣传产品、指导产品用法的媒介（新兴市场国家的消费产品广告包含指导内容，因为许多看广告的观众以前从未使用过这些产品）。每年有超过200万儿童死于常见病，这些常见病其实只要勤洗手就能避免。联合利华印度斯坦公司利用这个发现来教育潜在的新消费者。该公司通常从走访乡村学校开始，向孩子们讲授疾病原因以及预防疾病的知识，并用紫外线污垢、细菌探测器来作一些简单的展示，告诉孩子们“干净的手”是什么样的。这些孩子成为宣传者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向自己的家人宣传使用联合利华生产的香皂的好处。[9]

其他在媒体黑暗地区常用的广告策略包括广告牌和车载展示，后者的宣传人员用朗朗上口的广告语吸引大量村民围观。

说这种语言

印度有超过 15 种官方语言和 500 种方言，但 30% 的人是文盲。这种差异给广告和包装设计带来了困难。

资料来源：普拉哈拉德（CK Prahalad），金字塔底层的财富：用利润根除贫困，沃顿商学院出版社 2006 年出版，第 25 页

市场渗透战略 企业在发展中国家做广告经过了不断的摸索，卡夫就是一个例子。奥利奥饼干最初于 1912 年在美国推出，但直到 1996 年才进入中国市场。起初，销售业绩平平。卡夫对奥利奥的营销失败进行了研究，找到了几个关键原因。

首先，卡夫了解到中国人的饼干消费量不大，美国口味的奥利奥对于中国消费者来说实在是太甜了。卡夫对此作出回应，对奥利奥配方作了多次改变及测试，直到找到消费者认为最棒的配方。而且 14 块装标准包装的奥利奥太贵了，于是卡夫推出了小包装，每包的成本也降低了。[10]

改变产品配方和包装之后，卡夫重新策划了营销活动。在中国本地营销经理的建议下，卡夫尝试从最基本的工作做起，让中国人了解美国饼干和牛奶的传统。战略包括招聘中国大学生分发免费饼干，举行以奥利奥为主题的篮球比赛。接下来是孩子们将一半奥利奥饼干浸在牛奶中的电视广告。

奥利奥的销量增加了，但卡夫仍然想努力跟上竞争对手雀巢——这主要是因为雀巢销售有巧克力涂层的威化饼干，而中国威化饼干市场的增长速度比传统的饼干模样的曲奇要快。卡夫推出了新的奥利奥—— 4 层威化饼干，有香草和巧克力夹心，还有巧克力涂层。这一改变是关键性的。2006 年，奥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利奥威化饼干成为在中国最畅销的饼干。卡夫现在正尝试在亚洲其他地区推出威化饼干产品，扩大其成功。在过去两年，卡夫在中国的奥利奥营业收入翻了一番，该品牌全球营业收入首次超过 10 亿美元。

关键点

- 在发达国家受欢迎的产品不一定在发展中国家也受欢迎。通常必须大大改变产品的配方来吸引新兴市场中的消费者。成功改变产品的配方可能要花费多年，而且还要做大量的市场调查。
- 包装更小、价格更便宜的产品在新兴市场更好卖。对于每天精打细算的新兴市场消费者来说，发达国家常见的包装规格大多都太大，而且太贵。
- 在发展中国家高效率地销售消费产品需要创新和打破常规的思维。首要的营销目标通常是让消费者了解西方人使用这些产品的习惯（如饼干和牛奶）。如果消费者接受这些习惯，使用产品的方式也会与发达国家略有不同，因为他们有自己独特的喜好和文化。

投资特性

正如消费品管理人员不得不放弃自己在发达国家使用的那一套方法一样，投资者对新兴市场投资时也必须放弃一些有关必需消费品类股票的先入之见。

了解消费者

沃尔玛已经在中国成功扩大市场，但和卡夫一样，沃尔玛很快就知道必须调整产品供应。例如，洗衣粉最初销量很差，因为很多中国人都没有洗衣机。沃尔玛将这一发现传达给宝洁，宝洁继而开发了汰渍手洗产品。该产品很快成为最畅销的洗衣产品，上市头两周就在 15 家超市售出了 35 000 包。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国沃尔玛超市的食品供应也有不同，比如要留出货架空间来陈列寿司、烤鸡和猪耳朵。

资料来源：大卫·法柏，沃尔玛的时代：美国最强大的公司，专题纪录报告

发展中国家不断增强的制造能力在本书之外有广泛的研究，因此本书不再赘述。这里想说的是，许多发展中国家有比较优势，可以以低成本生产各种出口到其他发达国家的产品。然而现在讲新兴市场不能再仅仅只讲出口，还要讲消费和进口。

随着发展中经济体中下层社会的人找到更好的工作，他们的工资提高了，可支配收入也更多了。他们的可支配收入不仅用于电子产品等可选择商品上，还用在被视为必需品的产品上，包括汽水、啤酒、零食、清洁用品等。只有可支配收入达到一个突破点时人们才消费得起这些商品，因此必需消费品的需求与新兴市场的经济增长密切相关。在最近的一份研究报告中，高盛全球投资研究指出 1999 ~ 2007 年“金砖四国”的实际 GDP 与必需品消费之间有很强的关联性，R^2 达到 0.50。

鉴于新兴市场中必需品有较高的经济敏感性，与发达国家相比新兴市场的必需品类股票更像可选择消费品类股票。表 6 - 2 显示了新兴市场及 MSCI 世界必需消费品类股票业绩和可选择消费品类股票业绩的相关系数（以 1998 年 12 月 31 日 ~ 2007 年 12 月 31 日的每月收益计算）。

表 6 - 2　发达国家与新兴市场的必需消费品 vs. 可选择消费品

	相关系数
MSCI 世界必需消费品 vs. MSCI 世界可选择消费品	0.25
MSCI 新兴市场必需消费品 vs. MSCI 新兴市场可选择消费品	0.78

资料来源：汤姆森数据库

为了了解为什么在发展中国家必需消费品更像可选择消费品，我们必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回顾弹性这一概念。与发达国家相比，新兴市场中必需消费品需求的收入与价格弹性更强。因此，必需消费品板块的经济敏感度更高。这是考虑在新兴市场投资必需消费品类股票时要记住的第一特征。

本章回顾



新兴市场给了必需消费品公司很多机会。有数量庞大的新兴市场的公民将进入中产阶级，因此会有越来越多的人接受必需消费品。这一转变给在发达国家销量增长艰难的成熟行业带来了有力增长的前景。

- 为了保持竞争力，企业必须有能力赚取日生活费不足 2 美元的 40 亿人的钱，方法是以比发达国家更低的成本高效率地生产产品。
- 新兴市场的消费者每日都要精打细算，因此单次用量包装是一种受欢迎的模式。
- 新兴市场的基本商业模式是小单位包装、低单位利润、高销量和高投资收益。
- 新兴市场中成功的必需消费品企业了解人们面临着自然资源紧缺（包括水和电力不足），这些企业按照这些要求来生产产品。
- 城市化让大型跨国公司的分销变得更容易。
- 直销是接触居住在偏远乡村的消费者的常用策略。
- 新兴市场消费品需求的快速增长导致形成一种不同的供应曲线，即“I”形曲线。这种曲线表明企业需要快速建立大型分销网络来赢得市场份额。
- 新兴市场的广告宣传包括传统方法（如电视、广播、网络）和特殊方法（如产品展示人员到村庄去告诉村民为何及如何使用消费产品）。
- 在新兴市场，由于经济增长与必需消费品消费的关联度很高，必需消费品板块更像可选择消费品板块。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3

Consumer Staples

费 希 尔 投 资 系 列

第三部分

像投资组合经理人一样思考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章
自上而下分析法

根据你目前学到的知识，如果看好必需消费品板块，你的投资组合中必需消费品类股票应该占多少？25%？50%？还是100%？大多数投资者只关心单个公司（“我喜欢吉百利史威士股份有限公司，我要买这家公司的股票”），而不考虑该公司股票与整个投资组合的配合情况。这样是没法管理钱财的。

本书的第三部分将为你展示如何像一个投资组合经理人一样自上而下地分析必需消费品板块，包括详细说明自上而下分析法、如何使用基准，以及如何将自上而下分析法应用于必需消费品板块。接下来进行深入的证券分析，此时会提供一个可以分析任何公司的框架，并讨论在分析必需消费品公司时会问到的许多重要问题。最后一章会给出几个例子来说明该板块的具体投资策略。

投资是一门科学

人们总是认为，要成为一名优秀的投资者，就必须有预测市场趋势的诀窍。但并没有什么普遍运用的可靠方法让投资者总能做到这一点。今天有太多投资者认为投资有“规则”可循——为了保障长远投资成功，人们要做的事就是遵循所谓的“投资规则”。但这些规则并未奏效。为什么呢？因为所有众人熟知且广泛讨论过的信息已经在股票价格中反映出来了。这是市场理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一条基本原理，通常被称为市场效率。因此，如果在报纸上看到一个与你投资的股票有关的头条新闻，这条信息已经失去了利用价值，因为股票价格已经反映了这条信息。你已经晚了一步。

如果所知道的一切信息都在股票价格上有所反映，战胜市场的唯一方法就是知道别人不知道的信息。知道其他人不知道的信息是不靠运气获得投资成功的方法，因为这是准确预测其他人的预测的唯一方法。

现在来明确一个重点：单单获得信息并不会使你比其他市场参与者更有优势。想想看，有无数聪明的投资者和长期从事证券工作的专业人士年年失手，其中的多数人都和其他人一样获得了信息。问题出在哪里呢？他们不是缺乏信息，而是缺乏批判性分析广为人知的信息并得出独立结论的能力。独特且正确地分析广为人知的信息是在股市中取胜的法宝。很少有人在日常投资活动中记起这个简单的事实。

多数投资者认为投资是种技巧。他们认为如果学到价值投资技巧及其所有规则就能成为成功的投资者。但这样做并不奏效，因为根据之前的分析，所有关于价值投资的常规思维方式都会广为人知，因此也会在股票价格上有所反映。大部分投资风格都是众所周知的，并已广泛推行。毫无疑问，有多得数不清的投资者都盯着同样的指标和信息，因此他们不太可能在股市中大有斩获。甚至连投资技巧本身都是众所周知的——成千上万的大学生所学习的以及由全球无数专业人士进行实践的正是这所谓的投资技巧。这些技巧没什么优势可言。

此外，历史已经反复证明随着时间推移有的投资风格会兴起，有的则会衰落——从长远来看，没有一种投资风格或股票类别本身就一定比另一种要好。你可能认为“价值”投资可以创造奇迹，能在市场上获得成功，但事实是“成长型”股票有时会价值大跌。

在股票市场获得成功的关键在于不断变化——不要永远执著于一种投资理念，此外还要搜集市场上还未反映在股票价格上的信息。换言之，遵循单一的“规则”无法在股市中获胜。

那么如何才能在股市中获胜呢？首先要做的就是将投资看做一门科学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爱因斯坦的大脑与股市

如果阿尔伯特·爱因斯坦不是一门心思要成为20世纪最知名的科学家，那他一定会在华尔街大获成功，但这并不是因为他有如此高的智商。诚然，爱因斯坦极其聪明，但仅有高智商并不能使他成为股市权威（如果真是如此，麻省理工学院的教授们不用教书了，光是帮人管理财务就能赚数百万）。相反，是爱因斯坦的思考方式和工作方法在起作用。

从爱因斯坦少有的投资记录可知他做得并不是特别好，他的诺贝尔奖奖金的一大部分都砸在了不良债券投资上。[①]艾萨克·牛顿爵士可以告诉我们三条运动定律，但即使他这样的极高天赋也没能运用到投资上。他在18世纪初的南海泡沫事件（历史上著名的金融泡沫）中失去了全部财产。他后来解释说："我可以算出星星的运动轨迹，却算不出人类的疯狂。"[②]

那为什么认为如果爱因斯坦将精力用在投资上就会成为出色的投资组合经理人呢？简而言之，爱因斯坦是一个真正的科学家，一个富有创造力的科学家。他并不盲从已知的物理学定律，而是用先验知识、逻辑思维、创造力，结合严谨科学的验证手法，创造了全新的宇宙观。换句话说，他不断改变着思维，获取别人不知道的知识。投资者也必须这样做。（不要担心，做到这一点你不需要懂得高级微积分。）

爱因斯坦独特的性格正是他的优势所在，他确实拥有可以战胜市场的头脑。科学家们仔细研究了爱因斯坦的作品、演讲、信件甚至大脑（字面意义）来找到他智慧的秘密。总之，他处理信息和想法的方法、挑战权威的自发精神，以及对解答当时只有他一人质疑的问题的不懈追求，使他最终成为了天才。

大多数传记作者和与爱因斯坦同时代的人都认为爱因斯坦最重要的天赋之一是他能洞悉全局。许多科学家很容易揪住细节不放，但爱因斯坦却能跳出这个局限。对此还有另一种说法，爱因斯坦和其他人手上的信息是一样的，但他观察、理解信息的方式却有所不同，事实证明也是正确的。他是怎样做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到这一点的呢？他用他的天赋从他的研究对象中提取出最重要的数据，并将这些数据以其他人想不到的创新方法结合起来。

爱因斯坦将这种结合称为“组合游戏”。就像孩子们试着用乐高积木搭建新的造型，爱因斯坦可以将看似毫无联系的想法、概念、图像组合再组合，由此产生新的、原创性的发现。几乎所有新的想法都是已存在的想法以这种或那种形式相结合的结果。以 $E = mc^2$ 为例，爱因斯坦并不是第一个发现光的能量、质量或光速概念的人，但他将这些概念以创新的方式结合，改变了我们看待宇宙的方式。③

爱因斯坦的组合游戏用来形容股票投资再恰当不过。要想成为一名成功的市场战略家，就必须有能力从今天市场中充斥着的所有“杂音”中提取最重要的数据，并得出市场尚未揭示的结论。这项任务的核心是以独特方式将这些数据联系起来，并得到有关投资组合的新判断、新见解的能力。

爱因斯坦了解科学基础知识，这一点和他的同行一样。但不同的是，爱因斯坦一旦掌握了这些知识，就指示他的大脑挑战已存在的设想，并用完全不同的眼光来审视这些知识。

这就是本书不会提供挑选正确必需消费品类股票的“万灵丹”的原因。事实上，“正确”的股票在不同的时间、不同的情况下也会变得不同。你没有必要成为爱因斯坦，如果你想在股市中获胜，就要以不同的方式思考（就像科学家一样）。

自上而下分析法

可以肯定地说，今天专业投资人大多是采取“自下而上”的投资方法。他们强调的是选股。一个典型的使用自下而上方法的投资者会研究许多公司，试图从中挑选出最有可能在市场中表现突出的公司。挑选出的证券拼凑成一个投资组合，所投资的国家、经济部门风险等因素在选股中完全是细枝末节，而不是决定因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“自上而下”投资与上述方法的程序恰好相反。采用自上而下方法的投资者首先分析经济、政治、情绪等宏观因素，以此来预测哪些投资类别最有可能在市场中有好的表现。然后，再分析这些投资类别中的单个证券。相比单个证券，自上而下投资必然更关注投资组合的整体风险，因此，自上而下分析法本质上是一种动态投资模式，因为其投资策略是根据当前市场和经济环境（市场、经济环境经常改变）来制定的。

在投资界，对于哪种方法更好，人们有激烈的争辩。本书的目的不是要拒绝自下而上分析法——确实有投资者成功运用了自下而上分析法。本书的目的是介绍一种全面而灵活的方法，任何投资者都可以用这种方法设计投资组合，在任何投资环境下都能在全球股票市场中获胜。本书呈献的只是一个框架，目的在于让读者获得新见解并从尚未反映在股票价格上的信息中获益。

在介绍该方法之前，先让我们来了解一下自上而下分析法有哪些优势。

- **简化**：自下而上分析法就像大海捞针一样，而自上而下分析法则像针堆里面挑稻草。全球有近25 000只公开交易的股票，即使是拥有最多研究资源的大型机构也不能全面审查所有上市公司。小型机构和个人投资者必然要优先决定在哪里投放自己有限的资源。和自下而上分析法不同，自上而下分析法先确定审查证券市场中的哪几块，这样就使庞大的工作变得易于处理。
- **优化股票选择**：精心设计的自上而下的分析过程可以形成正确的判断，这对优化股票选择有极大的帮助。比如，宏观经济分析或政治分析可以帮助确定哪些类型的战略属性将面临严峻考验或顺风顺水（第八章有完整说明）。
- **风险控制**：自下而上分析法的意外风险程度很高。自上而下分析法在本质上更适合于管理整个投资过程的风险。
- **宏观视角**：自上而下分析法更有利于避免由宏观因素驱动的灾难（比如20世纪90年代日本经济泡沫破裂，2000年的科技泡沫，2000～2002年的熊市）。无论一个公司有多么好，它仍然受到板块、地区以及更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广阔的市场因素的影响。事实上，有证据表明无论个体优势如何，“宏观”因素在很大程度上决定了股票业绩。

自上而下分析法意味着70∶20∶10的思维模式

自上而下的投资程序有助于投资者关注对投资结果影响最重大的事情：资产分配和子资产分配决策。许多投资者最关注的是证券层面的投资组合决策，比如选择他们认为会有出色业绩的股票。但研究表明，90%的收益变化源于资产分配决策，[④]而不是市场时机或股票选择。

我们的研究表明，收益变化约有70%源自资产分配，20%源自子资产分配（如国家、板块、规模、风格），10%源自选股。因此，尽管随着时间推移选股不同会产生重大差异，但更高层次的投资组合决策主导了投资结果。

本章详细说明了自上而下分析法的各个步骤，这些步骤与决定投资的国家、板块、方法有关。该基本框架同样适用于投资组合，以决定板块内的投资分配。本章的最后详细说明了这个框架如何应用于必需消费品板块。

基准

自上而下分析法的一个关键是运用基准。基准通常包含广泛的证券指数，比如标准普尔500指数、MSCI世界指数和罗素2000指数。基准是构建投资组合、监测风险、判断业绩不可或缺的指导。

从战术上讲，投资组合的组合方式应使稳定超越基准的可能性最大。这在本质上与收益最大化不同。与旨在每年实现固定收益率不同（如果你选择的资产非常强势，你可能会失望，如果你选择的资产非常弱势，每年实现固定收益率可能不切实际），用基准准确衡量过的投资组合提供了应对不确定市场情况的实用指导。

构建投资组合先要评估所选择的基准的特点：板块比重、国家比重、市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值和估值。然后分析各个部分的预期风险和收益（根据投资组合驱动器分析），对最具投资吸引力的地方增持股份，对没有投资吸引的地方减持股份。表7－1显示了MSCI世界指数所体现的各板块特征（数据截至2007年12月31日），表7－2显示了国家特征，表7－3显示了市值和估值。

表7－1　MSCI世界——板块特征

板块	比重
金融	22.6%
工业	11.4%
信息技术	11.0%
能源	10.9%
可选择消费品	9.8%
必需消费品	8.8%
医疗保健	8.7%
材料	7.2%
电信服务	4.9%
公共事业	4.7%

资料来源：汤姆森数据库，MSCI,[5]数据截至2007年12月31日

表7－2　MSCI世界——国家或地区特征

国家或地区	比重	国家或地区	比重
美国	47.1%	瑞典	1.1%
英国	10.8%	芬兰	0.9%
日本	9.7%	比利时	0.6%
法国	5.2%	新加坡	0.5%
德国	4.6%	挪威	0.5%
加拿大	4.1%	丹麦	0.5%
瑞士	3.3%	希腊	0.4%
澳大利亚	3.2%	爱尔兰	0.3%
西班牙	2.1%	奥地利	0.3%
意大利	1.9%	葡萄牙	0.2%
荷兰	1.4%	新西兰	0.1%
中国香港	1.2%	新兴市场	0.0%

资料来源：汤姆森数据库，MSCI,[6]数据截至2007年12月31日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－3 MSCI 世界——市值和估值特征

	估值
中位市值	73 亿美元
加权平均总市值	809 亿美元
P/E	15.5
P/B	2.6
股利收益率	2.3
P/CF	12.7
P/S	2.4
持股数量	1959

资料来源：汤姆森数据库，MSCI，[⑦]数据截至 2007 年 12 月 31 日

根据基准的特征，之后可以通过分析投资组合的驱动器来决定投资哪个国家、哪个板块以及用哪种风格投资。例如，MSCI 世界指数中金融板块的比重约为 23%。因此，根据这个基准组成的投资组合中有 23% 是金融证券是“不偏不倚的”，是按市场的比重来的。如果投资者认为金融板块在可预见的未来有更好的表现，那么就会“增持”这个板块的股票，即在投资组合中金融板块的股票所占比例高于 23%。如果投资者认为金融板块前景不乐观，就会“减持”这个板块的股票，投资组合中金融板块的股票所占比例将低于 23%。

请注意，对金融股票不乐观并不意味着完全不持有金融股票，这可能只意味着投资组合中这种股票所占的比例低于基准。这是基准的一个重要特征——投资者可以根据基准对投资板块、国家作出战略决策，但同时要保持投资的多样化，这样可以更好地管理风险。

广泛的基准对整体投资组合管理最有帮助。但投资组合各部分具体板块的基准可用来分析各板块中的行业群、行业、子行业的相对比重。我们可以用标准普尔 500 指数、MSCI 世界必需消费品指数或罗素 2000 必需消费品指数来分析必需消费品板块，然后就可以更详细地分析这些基准的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自上而下分析法解析

自上而下分析法首先从分析宏观环境和确定驱动器开始。驱动器是可以用来做投资组合管理决策的具体指标。驱动器是广义的主题，有助于回答比较“大”的问题，比如：你认为股市在未来 12 个月会涨还是会跌？哪些国家或板块受益最多？一旦确定了高层次的投资组合驱动器，就可以审查投资组合其他宏观经济驱动器，并对照基准决定增持或减持哪些国家、板块、行业及子行业的股票。

例如，假设已经确定了宏观经济状况为“在未来 12 个月，我认为全球经济增长会低于大多数人的预期”。这是一个非常高层次的断言，对投资组合有重要影响。这意味着要寻找在需求减少的环境中将有最佳表现的股票。

自上而下分析法的第二步是运用定量筛选标准缩小选择范围。在假设中我们认为全球经济增长将放慢，由于必需消费品类股票有“避风港”特性，我们会看好这类股票。但要选择哪几只股票呢？我们应该看好哪个类别的必需消费品股票呢？饮料？还是家居用品公司？投资组合中需要小型必需品公司还是大型必需品公司？估值怎么样？我们应该以成长型股票还是价值型股票为目标？（规模和成长/价值型股票通常指投资“风格”决策。）这些标准以及更多标准有助于缩小选股范围。

第三步也是最后一步是进行个股基础要素分析。注意，请确认在考虑个股前已经完成了大量思考、分析和工作。这是自上而下法的关键：它强调高层次的分析，然后逐渐向下分析个股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

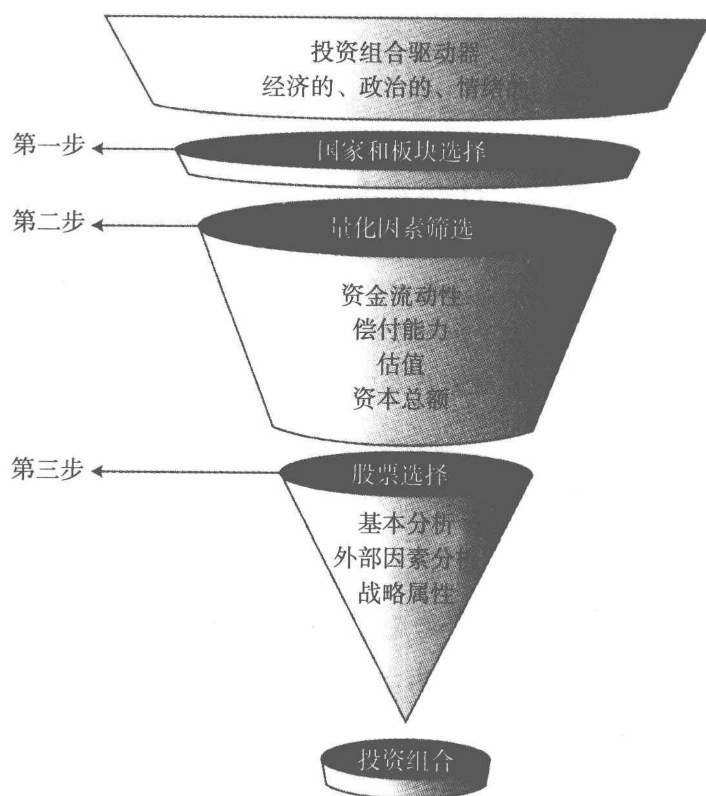


图 7－1　投资组合驱动器

第一步：分析投资组合驱动器选择国家和板块

下面更进一步地研究自上而下分析法的第一个步骤。为了作出自上而下的决定，我们需要研究和分析投资组合驱动器（如前所述）。我们将这些投资组合驱动器分成三个主要类别：经济驱动器、政治驱动器和情绪驱动器。

投资组合驱动器能推动广泛类别的股票的业绩。找准当前和未来的驱动器有助于投资者确定股市中的哪些领域最有可能高于或低于基准。

表 7－4 列出了各种类型的投资组合驱动器。请注意，这些驱动器并不全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面，也不是所有时期都有效。事实上，要想长期战胜市场，正确识别新的投资组合驱动器是必要的。

表 7－4　投资组合驱动器

经济的	政治的	情绪的
收益率曲线	税收	共同基金流动
GDP 相对增长率	产权	相对风格和资产类别估值
货币基础/增长	结构改革	媒体报道
货币实力	私有化	机构研究
相对利率	贸易/资本壁垒	消费者信心
通货膨胀	经常账户	外商投资
债务水平（国家、企业、消费者）	政府稳定程度	专业投资者预测
基础建设支出	政治剧变	走势周期分析
并购、发行及回购	战争/冲突	风险厌恶

经济驱动器　经济驱动器是指与宏观经济环境相关的任何事物，包括货币政策、利率、贷款活动、收益曲线分析、GDP 相对增长分析等。哪些经济力量可能推动世界各国 GDP 增长？利率的前景以及对各板块的影响如何？不同国家的技术及基础设施支出前景如何？

经济驱动器不仅适用于对经济进行基本展望（GDP 增长、利率、通货膨胀），还适用于对股市进行基本展望（估值、并购活动、股份回购）。投资者的工作是识别这些驱动器并确定它们是如何影响投资组合及其各个部分的。

以下列出了一些可能影响投资组合业绩的经济驱动器：

- 美国经济增长将超过大多数人的预期。
- 欧盟利率将保持良性状态。
- 合并、收购和股份回购的势头依然强劲。
- 新兴市场的成长将推动商品需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政治驱动器 政治驱动器可能只针对具体的国家，可能影响多个地区（欧盟、经济合作和发展组织），也可能影响国家或地区之间的相互作用（比如贸易政策）。这些驱动器中人们比较关心的有税收、政府稳定、财政政策、政治剧变等。哪些国家正经历可能对经济产生重大影响的政治变化？哪些板块有税务、法律风险？哪些国家正在进行有利于国家发展的改革？

根据对政治环境的展望，政治驱动器能帮助我们找到更具吸引力的市场区间和国家。但要注意，大多数投资者有“祖国偏好”，即过于强调本国的政治。投资者要始终牢记，外面是一个广阔的、相互关联的世界，任何地方的地缘政治发展都会影响到其他地方。

你能找到哪些政治驱动器呢？以下是一些可以推动股市上涨或下跌的政治驱动器。

- 日本政党变化推动有利于发展的改革。
- 德国新的税收政策阻碍了经济增长。
- 抗议、政变和冲突使泰国政治不稳定。

情绪驱动器 情绪驱动器是有关投资类别的一致的想法。理论上，如果情绪与现实有差距，也就意味着市场机会的存在。例如，假如你看到市场广泛预计明年美国经济将衰退，但你不认同这一点，认为明年GDP将增长强劲，那么这就是你获得超额回报的绝好机会。你可以大量买进经济繁荣时会上涨的股票，然后观察价格上涨情况。

不是所有广为人知的信息都会在市场中有所反映，因此确定哪些信息会在股票价格上有所反映很重要。解释这种投资者驱动器通常是违反直觉的（避免过于流行的，注意基本上不受关注的）。哪些板块是投资者最看好的，原因是什么？哪些国家和板块被媒体广泛讨论？哪些市场领域最近出于某种原因（并非基本因素，即并非经济、政治、公司等因素）被炒得很热？如果在短期内市场的认知脱离基本因素，股市最终会回到正确的轨道，反映市场真实情况。

需要留意的是，衡量市场情绪并不意味着要成为逆向投资者。逆向投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者做的事与大多数投资者认为会发生的事相反。投资者要寻找的是情绪与自己认为的事实不匹配的投资领域，并相应调整自己的投资组合。

以下是情绪驱动器的几个例子：

- 尽管科技股的股票基本面有改善，但投资者仍然对科技股没有信心。
- 中国股市情绪欢欣鼓舞，推高了估值。
- 专业投资者普遍预计美国小型股表现不佳，这表明小型股的需求只有减少的份了。

如何打造自己的投资驱动器

为了形成自己的投资驱动器，第一步是从众多来源获取大量数据。有关国家驱动器的信息可以从全球关注的出版物（如《华尔街日报》和《金融时报》）或地方报纸及政府数据中获取。板块驱动器的信息可以通过阅读贸易出版物或关注主要公司公告来了解。

但是请记住，市场是有效率的，会反映所有众所周知的信息。与上市公司最相关的信息，当然是公开的。这意味着市场已经知道这些信息了。信息传得很快，市场能很快吸收信息和投资者的期望。那些想从新闻、谣言或投机买卖中获利的人必须承认市场的行动总比自己快一步。因此，为了不断获得超额回报，就必须知道一些其他人所不知道的信息，或者以不同的方式正确解读众所周知的信息。（欲了解对这些因素的详细讨论及更多信息，请阅读肯·费希尔的《只有三个问题值得考虑》。）

第二步：量化因素筛选

自上而下分析法的第二步是量化因素筛选。确定了投资组合的驱动器后，备选股票的范围就可以缩小了。

股市中有成千上万只股票，因此用一系列因素来缩小选股范围是至关重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的。通过筛选的股票还要经过进一步的量化分析，将与同类群体相比风险更高的公司（比如负债很多或有资产负债风险的公司）以及投资资产折现力不足的证券剔除。

量化筛选的严格程度取决于投资者，这将决定投资备选名单上公司的数量。标准越严格，备选的公司就越少；标准放宽会增加备选公司的数量。

如何进行这样的筛选？这里有两个量化筛选的例子，一个标准较严格，另一个标准较宽松。

严格标准

首先决定只在必需消费品板块内挑选公司，这就排除了其他 9 个板块的所有公司。这样已经在很大程度上缩小了选择范围。

现在假设只想挑选欧洲的必需消费品类股票。排除欧洲以外的所有其他地区后，选择范围进一步缩小。

接下来决定只挑选该板块的食品和必需品零售公司。

也许你认为市值太小的股票没有什么吸引力，因此将市值限定在 50 亿美元及以上。

最后，再设定一些估值参数：

- P/E（市盈率）低于 15 倍
- P/B（市净率）低于 4 倍
- P/CF（市现率）低于 10 倍
- P/S（市销率）低于 2 倍

经过这种严格的参数选择过程，最终只有少数股票进入你的研究范围。

如果你认为必需消费品板块是不错的投资选择，那就不要分析得那么具体，而是做更宽泛的筛选。

宽松标准

- 必需消费品板块
- 全球（没有国家或地区限制）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 市值在100亿美元以上

这个选择过程要宽泛得多，产生的备选股票明显多出很多。严格筛选并不一定比宽泛筛选要好，反之亦然，这主要取决于高层次分析的正确性和明确性。显然，较严格的筛选意味着第三步股票实际选择的工作量就减少了。

第三步：选股

在缩小备选股票范围后，最后一个步骤是找出拥有与高层次投资组合主题相吻合的战略属性的个股（第八章将更具体地讨论选股过程）。在选股过程中应努力实现两个目标：

1. 寻找拥有与高层次投资组合主题相吻合的战略属性的企业，这些企业的战略属性来自赋予这些企业竞争优势的驱动器。例如，如果你认为在实力强大的行业占有主要市场份额的企业的股票有优势，那么就寻找有这种特性的企业。

2. 将选出的股票超越其他备选股票的可能性最大化。例如，如果你的投资组合中包装食品企业要占一定比重，需要在12只符合量化标准的备选股票中选出4只，你所选出的4只股票的组合应最有可能超越12只股票的总体表现。这不同于选出“最好的4只”。避免选择可能与组合不相容的股票，这样就能在选股中给投资组合增加价值的同时减少投资组合风险。

除了挑选个股外，还有其他方法可以利用自上而下分析法高层次的主题。例如，如果你很想投资某个子行业，但不认为可以通过个股分析增加价值，那么购买这个子行业几个公司的股票或购买某个类别的产品（如交易型开放式指数基金，简称ETF，是一组股票或债券在股票交易所作为一个单一的证券进行交易的投资工具）可能更稳妥。有关ETF的更多信息，请访问www.ishares.com或www.sectorspdr.com。这样，可以确保在该子行业的投资面更广，但又没有太大的个股风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据必需消费品基准进行管理

现在可以练习一下根据必需消费品基准进行必需消费品投资分配。就像运用自上而下策略，通过分析基准的组成部分来确定国家和板块组成部分一样，必须分析每个板块的组成部分，正如在第四章中所做的。这里用 MSCI 世界必需消费品板块指数作为基准来说明如何进行分析。表 7－5 显示了 MSCI 世界必需消费品行业比重（数据截至 2007 年 12 月 31 日）。我们不知道示例投资组合中各部分的比重，但加起来应该是 100%。当然，如果根据涉及面更广的基准来管理投资组合，必需消费品板块的比重加在一起可能高于或低于 MSCI 世界基准中必需消费品板块的比重，这取决于增持或减持决策。

牢记行业比重有助于减少基准风险。如果股票投资组合的行业比重与 MSCI 世界必需消费品指数一样，那么就是中性投资——没有基准风险。但如果投资者很看好某个行业，比如个人用品行业，并决定只购买这类企业（在必需消费品板块中比重最小的行业之一）的股票，那么投资者有巨大的基准风险。如果你大幅减持某个行业的股票，情况也一样。正如本章前面所讲的，当投资组合的涉及面更广时，这些规则也同样适用。

表 7－5　MSCI 世界必需消费品行业比重与示例投资组合

行业	MSCI 世界指数	示例投资组合
食品和必需品零售	24.9%	?
食品	24.8%	?
饮料	20.3%	?
家居用品	14.3%	?
烟草	12.8%	?
个人用品	3.0%	?
合计	100.0%	100.0%

资料来源：汤姆森数据库，MSCI,[8] 数据截至 2007 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基准行业比重为进一步的投资组合决策提供了一个起点。当你作有关子行业的高层次决策时，可以对照基准进行选择，增持你认为最有可能有最佳业绩的股票，减持你认为最有可能业绩最差的股票。表 7－6 显示了如何对照基准增持或减持各行业股票，从而构建不同的投资组合。

表 7－6　投资组合 A

行业	MSCI 世界指数	投资组合 A	差值
食品和必需品零售	24.9%	16.0%	-8.9%
食品	24.8%	34.0%	9.2%
饮料	20.3%	24.0%	3.7%
家居用品	14.3%	20.1%	5.8%
烟草	12.8%	6.0%	-6.8%
个人用品	3.0%	0.0%	-3.0%
合计	100.0%	100.0%	0.0%

资料来源：汤姆森数据库，MSCI，[9] 数据截至 2007 年 12 月 31 日

请注意，投资组合 A 中可能都是必需消费品类股票，也可能是大型投资组合中一个中立的必需消费品板块投资部分。“差值”这一栏显示了基准和投资组合 A 之间的相对差。在这个例子中，投资组合中食品行业股票增持的幅度最大，食品和必需品零售行业股票减持的幅度最大。

换句话说，在这个假设的例子中，投资组合 A 的持有者预计食品行业在这个板块表现出色，食品和必需品零售行业在这个板块表现不佳。但就基准风险而言，投资组合 A 与基准比重还是很接近的，因此相对风险是比较低的。有一点非常重要：根据基准管理投资组合，投资者可以作出战略性选择，可以不完全按照指数来组合，但也不过分集中投资某个领域，而且在该板块的投资也是非常多元化的。

表 7－7 是另一个投资组合相对比重与基准对比的例子。投资组合 B 中大幅减持食品和必需品零售行业股票（持有率为 0）并大幅增持食品行业股票。由于行业比重与基准相距甚远，投资组合 B 的相对风险比投资组合 A 要大得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7－7　投资组合B

行业	MSCI世界指数	投资组合B	差值
食品和必需品零售	24.9%	0.0%	-24.9%
食品	24.8%	60.0%	35.2%
饮料	20.3%	22.0%	1.7%
家居用品	14.3%	12.1%	-2.2%
烟草	12.8%	6.0%	-6.8%
个人用品	3.0%	0.0%	-3.0%
合计	100.0%	100.0%	0.0%

资料来源：汤姆森数据库，MSCI，[10]数据截至2007年12月31日

不管投资组合的定位与基准的差距如何，重要的是要在投资之前利用基准来确定投资组合的相对风险在哪里。了解基准比重并判断每个子行业未来的表现是建立一个超越基准的投资组合的关键步骤。无论投资组合中个股持有情况如何，如果投资者作出正确的增持或减持决定，就更有可能超越基准配置。即使决定错了，也有广泛的回旋余地，投资组合的多元化足以使股票运作不低于基准。

这里又谈到了个股选择问题，第八章中我们将进一步进行介绍。

本章回顾



自上而下分析法是分析板块时较为高效的方法。自上而下分析法通过分析全局因素（如经济、政治、情感驱动器）来预测哪些投资类别有可能在股市中有上佳表现。这个过程的一个关键部分是使用基准（如MSCI世界必需消费品指数或标准普尔500必需消费品指数），将其作为建立投资组合、监测股票业绩以及管理风险的指导。通过分析投资组合的驱动器，我们可以确定哪些必需消费品行业和子行业最具投资吸引力或最缺乏投资吸引力，最后才是选股过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 自上而下分析法首先识别并分析高层次的、对多种类别的股票有影响的投资组合驱动器。这些驱动器有助于确定投资组合的国家、板块、风格、比重。同样的方法可以应用于分析具体板块以确定行业和子行业比重。
- 量化因素筛选可以根据估值、资产折现力、偿付能力等特点来筛选公司，有助于缩小投资组合的选择范围。
- 选股是自上而下分析法的最后一个步骤。选股时要找到拥有与高层次投资组合驱动器相吻合的战略属性的公司。
- 选股时还要找到最有可能超越同行的公司。
- 当建立一个投资组合时，使用必需消费品基准作为指导有助于决定增持或减持子行业的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
证券分析

我们已经介绍过自上而下分析法，现在让我们来挑选一些股票吧。本章用第七章介绍的自上而下分析法来分析单个的必需消费品企业。具体来说，我们会用五步法来分析不同的企业及其同行。

每个企业和每只股票都是不同的，但用正确方法来分析企业和股票是有必要的。投资者需要一个功能和兼容性都很强而且能重复利用的框架来分析必需消费品板块内的证券。虽然本章提供的框架并不全面，但这个框架以及本章最后列出的问题应该是能帮助确定战略属性和单个公司特有风险的良好起点。

虽然本书有大量篇幅在介绍个股分析，但自上而下分析法不那么强调投资组合中选股的重要性。因此，我们来讨论股票分析基础知识，这是投资新人和有中等经验的投资者的入门知识。为了更详尽地了解财务报表分析、估值、模型以及其他证券分析工具，建议进行延伸阅读。

自上而下分析法回顾

正如第七章所介绍的，可以利用自上而下分析法先做最大、最重要的投资组合决定。选择股票时，同样的方法也适用，那些高层次投资组合决策最终会落实到个股选择上来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一步是分析广阔的全球经济，确定影响整个板块或行业的各种宏观“驱动器”。通过分析驱动器，投资者可以根据给定基准决定国家、板块、行业及子行业的大致投资分配情况。第二步是运用量化筛选标准来缩小股票选择范围。等到做完这些决定之后才开始分析个股，这是第三步也是最后一步。

在本章余下的部分中，我们假设你已经确定了基准，坚定了投资组合主题，作出了增持或减持子行业股票的决定，正准备分析同行组中的各个企业。（同行组是投资者期待有相似表现的一组股票，因为这些股票属于同一行业，很可能有相同的配置和相似的量化属性。）

作出你的选择

证券分析并没有看起来的那么复杂，但也并不意味着它很容易。与选择行业和板块比重类似，投资者有一个基本任务：发现尚未在股价上有所反映的机会，换句话说，知道别人不知道的信息。投资者对企业进行分析时应了解人们对企业预估财务成果的普遍预期，然后评估企业的业绩是否会低于或高于基准预期，或者与基准预期持平。当投资者的预期与普遍预期不同且比普遍预期更准确时，利润机会就出现了。利用众所周知的信息或普遍预期不能为选股过程增加价值，这样做无异于用抛硬币来做决定。

自上而下分析法提供了两种发现这种机会的方式。第一种，准确预测影响行业或公司群体的高层次宏观主题，这就是投资组合驱动器。第二种，找到如果这些高层次主题和驱动器发挥作用就能最大受益的企业，这就需要寻找具有竞争优势（之后将更详细地解释这一概念）的企业。

由于大部分超额收益都源自自上而下分析法较高层次的决策，因此选择“最佳”股票不是至关重要的。相反，要选择极有可能在同类股中表现突出的股票，这样你可以在不违背自上而下分析法的情况下提高回报。只要你的选择正确，你就更有可能获得超越基准的表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五步法

个股及同行组的分析可归纳为五个步骤：

1. 了解公司业务和收入驱动器。
2. 确定战略属性。
3. 分析基本要素和股票价格表现。
4. 识别风险。
5. 分析估值和一致预期。

这五个步骤是分析同行组中的企业的一致框架。尽管这些步骤并未包含股票分析的所有方面，但为开始做更佳的股票选择提供了必要的基础。

第一步：了解公司业务和收入驱动器

第一步是了解企业经营什么，如何获得收益，收益的驱动器是什么。以下是对这一步骤有帮助的一些提示。

- **行业概况**：任何分析都应从了解企业所属行业的基本情况开始，包括行业的驱动器和风险。投资者应了解当前经济发展趋势对行业的影响。
- **公司简介**：获取公司的业务说明，包括了解各个业务部门的产品和服务。最好的办法是直接通过公司的财务报表获取这些信息（如今几乎所有上市公司的财务报表都可以随时在线获取）。浏览公司的网站和财务报表/报告以了解公司概况及其自我评价。
- **公司历史**：了解公司自成立以来的历史。公司的历史可能揭示公司的发展战略，或公司的成功、失败轨迹。公司历史还能提示投资者什么是公司的核心竞争力。问这样一些问题：这家公司几十年来一直是行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的领导者还是一个较新的公司？公司过去有没有频繁转变战略或业务？

- **业务部门**：将公司营业收入和收益按业务部门和地区划分，确定收入获取方式和位置。弄清楚对每个业务部门和地区起作用的驱动器。考虑每个业务部门与投资的高层次主题的吻合程度。通常可以在最近的10－K档案中找到这些信息。

- **近期新闻/新闻公告**：阅读最近所有关于股票的新闻，包括新闻公告。用互联网搜索，看看新消息。寻找所有与公司运作有关的重要通知，了解媒体对公司的看法。

- 市场和客户：确定公司的主要客户及经营的市场。确定公司是否有特大的单一客户或集中的客户群。这些信息通常可以通过10－K报告获取。

- **竞争**：找到主要竞争对手并弄清楚与其他行业伙伴相比的市场份额占有情况。确定行业内的企业是否非常零散。评估行业的竞争格局。请记住最大的竞争对手有时潜伏在不同的行业，甚至潜伏在不同的部门！所分析的公司的规模如何？是行业领导者还是次要角色？阅读行业报告和研究竞争对手是了解竞争格局的好方法。

第二步：确定战略属性

大致了解公司的运营情况后，下一步就是确定与更高层次投资组合主题相吻合的战略属性。战略属性也被称为竞争优势或比较优势，是让公司能在行业内或板块内有突出表现的特征。业内同行一般也受同样的高层次驱动器的影响，强大的战略属性是创造卓越业绩的优势。下面列出了一些战略属性：

- 相对较高的市场份额
- 低成本生产
- 销售关系/分销
- 经济敏感性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 垂直一体化
- 管理/业务策略
- 地区多样性或优势
- 集运
- 良好的资产负债表
- 利基市场
- 单一业务
- 潜在的收购目标
- 专利技术
- 强大的品牌
- 先发优势

分析投资组合驱动器有助于确定哪些战略属性可能面对阻力或畅通无阻，毕竟不是所有的战略属性在所有环境中都对企业有利。例如，当行业迅速发展时，较高的营业杠杆率有助于企业增加收入，但当行业进入衰退周期时，较高的营业杠杆率可能就会起相反的作用。某些必需消费品可能投放到新兴市场，只有当新兴市场健康发展时这种投放才是有益的。但如果通货膨胀严重并使新兴市场消费大幅回落，市场投放量大的企业和同期负增长的公司的收入增长速度会比其他生产者的收入增长速度慢。因此，必须选择与较高水平投资组合主题相吻合的战略属性，并随着这些主题和属性的改变及时改变选股。

战略属性要发挥作用，就必须得到管理层的认可并加以运用。执行很重要。例如，如果一个企业的战略属性是技术专长，该企业应将工作重点放在研发上来保持这一优势。如果该企业的战略属性是同行业中的低成本生产者，该企业应通过降低价格或扩大生产（假设新的生产成本也很低）来获得市场份额。

确定战略属性可能需要对公司的财务报表、网站、新闻、历史进行深入研究，还要与客户、供应商、竞争对手或管理层进行讨论。不要跳过这一步，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找战略属性时一定要勤奋、彻底。寻找战略属性看来是一项艰巨的任务，但却是选股最重要的步骤之一。

战略属性：卖柠檬汽水

战略属性如何帮助你分析个股呢？举一个简单的例子：在一个城市街区有5个卖柠檬汽水的小摊，这些小摊的规模、产品和质量相似。滚滚热浪袭卷整个城市，人们都出来买柠檬汽水。哪个小摊在这项红火的业务中获利最多呢？这可能取决于每个小摊的战略属性。也许某个小摊有成本优势，能买到最便宜的国产柠檬。也许某个小摊有地理优势，正好位于篮球场附近，球场里口渴的人很多。也许某个摊位有高明的经营策略，“买二送一”的促销活动带来更高销量和更多顾客，销售额也更高。这些都是核心战略优势。

第三步：分析基本要素和股票价格表现

全面了解业务、盈利驱动器和战略属性后，下一步是分析公司的基本业绩和股市业绩。

可以利用最新的收入报表和年度报告分析公司最近几个季度的业绩。思考以下问题：

- 最近的营业收入趋势如何？收益和利润如何？哪些业务部门的销售额上升或下降？
- 公司是否通过收购或运用其他方法有机地拓展其业务？
- 公司战略的持久性如何？
- 收益是否因为需求强劲或成本降低而增长？
- 公司是否从税收漏洞或一次性项目中受益？
- 管理层发展未来业务的战略是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 公司的财务状况是否健康？

并非所有的收益都有同样的来源。了解收益驱动器可以得知未来业绩的驱动器。

研究过去几年公司的股票走势图，尝试确定业绩的驱动器。解释大涨或大跌动向并确定所有重大新闻事件。如果公司收益不断超过预期，但股票价格仍然一直下跌，那么可能有某种力量（比如投入成本上升）使整个行业下滑。同样，如果公司盈利增长不温不火或前景一般，但公司的股票飙升，那么可能有某种力量（比如并购交易）使行业发展。也许股票的动向与大盘动向一致，无论情况如何，投资者都要确保知情。

了解某公司及其同行的收益情况（公司通常每个季度会在网站上的“投资者关系”板块发布这些信息）之后就可以开始关注影响行业的相似的趋势和事件。注意这些就能区分影响公司的问题和影响全行业的问题。例如，经济增长影响整个必需消费品行业，但套期保值政策或政府的个别税收政策可能只影响特定的生产商。

第四步：识别风险

证券分析中主要有两种类型的风险：股票特异性风险和系统性风险（也称为非股票特异性风险）。这两种风险对股票业绩的影响同等重要。

股票特异性风险，顾名思义是只影响个别公司的风险，主要是影响公司经营活动的风险。有些公司特异性风险在 10 - K 美国公司报告和 20 - F 外国公司报告中有详细讨论（可在 www. sec. gov 上查找）。但是投资者不能单纯依靠企业自我识别其风险因素，必须看分析师如何评论风险因素并自己识别所有风险。股票特异性风险包括：

- 股权过于集中（内部人员或机构持有）
- 客户过于集中
- 企业管理不善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 过度借贷或资金不足
- 产品过时
- 业绩记录不佳
- 与竞争对手相比产品成本过高
- 向美国证券交易委员会（SEC）提交档案的时间较晚
- 保留的审计意见
- 不健全的套期保值活动
- 养老金或福利资金不足
- 管理或法律风险（如未决诉讼）
- 企业尚未决定的行动
- 高级管理人员离任

系统性风险包括公司无法控制的宏观事件和地缘政治事件。虽然风险可能会影响众多公司，但对每个公司的影响都不同。系统风险的例子有：

- 行业成本上涨
- 经济活动
- 地缘政治风险
- 立法影响税收、权利金或补贴
- 供应链紧张
- 资本支出
- 利率
- 货币
- 气候

确定股票特异性风险能帮助投资者评估同行组内各公司的相对风险和回报潜力。识别系统性风险能帮助投资者作出明智的决定（决定增持或减持哪些行业或国家的股票）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五步：分析估值和一致预期

估值是一件棘手的事情，是用来评估市场情绪和对企业预期的工具。估值并不是简单看看一只股票是“便宜”还是“昂贵”，而是用来比较企业及同行组（或同行平均水平）或比较企业当前估值及其历史估值。如前所述，股票动向不按照预期方向发展。我们的目标是试图衡量投资者对公司未来业绩的一致预期是什么，然后评估这家公司的业绩是否会低于或高于预期，或与预期持平。

估值本身并没有提供多少预测未来股票业绩的信息。如果某公司的 P/E 是 20，另一家的 P/E 是 10，这并不意味着因为 P/E 是 10 的那家公司的股票“便宜”，就该买这家公司的股票。一家公司与另一家公司的估值有差异是有原因的，例如战略属性、收益预期、情绪、股票特异性风险、管理层声誉等。利用估值在于发现某公司的股票交易与同行相比溢价或折价的原因并确定当前的价格是否合理。

投资者用于证券分析的估值标准很多，常用的估值标准包括：

- P/E——市盈率
- P/FE——远期市盈率
- P/B——市净率
- P/S——市销率
- P/CF——市现率
- DY——股息收益率
- EV/EBITDA——企业价值与税项、折旧及摊销前盈利之比

确定了同类组的估值后，评估一下为什么会有估值相对差以及估值是否合理。公司相对较低的估值是否是因为股票特异性风险或投资者信心不足？公司的远期市盈率相对较高是否是因为投资者普遍对该公司的股票持乐观态度？例如，如果一家公司的增长速度高于同行，该公司的高估值可能是完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理的。在有挑战的经营环境中失去市场份额的公司可能估值较低。以这种方式审视估值有助于区分各企业以及发现潜在的机会或风险。

估值应与对公司基本情况、战略属性、风险的前期分析结合起来。例如，下面的坐标网显示了投资者如何将战略属性分析与估值结合起来以帮助挑选适合投资的公司。

		估值低	估值高
战略属性	相对有吸引力	最好	
	相对缺乏吸引力		最差

估值相对较低但拥有吸引人的战略属性的股票也许被市场低估（如上图所示）。估值相对较高但没有可辨识的战略属性的股票可能被市场高估。无论是哪种情况，都要正确利用估值并参考对股票的大众投资意见，估值并不一定能反映真正的价值。

必须要问的问题

虽然这一章提供的框架可以用来分析任何公司，但还有一些必需消费品板块特有的因素需要考虑。本章以下部分提供研究必需消费品板块中的企业时需要考虑的最重要的因素和问题。这些问题的答案应当能够帮助投资者区分同行组内的企业以及识别战略属性和股票特异性风险。研究必需消费品企业时可以而且应该考虑无数其他问题和因素，本章列出的这些问题和因素只是抛砖引玉。

产品组合 有优势地位的企业能使各种产品和各类业务保持强大的市场占有率。这种企业的收入基础的多元化程度如何？是否专注于单个产品或终端市场？与竞争对手相比情况如何？企业是否生产难以复制、有区分度的产品？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业策略 公司最近有没有收购交易或出售业务？如果有，这些活动的驱动器是什么？如果公司是一个整合者，是否有创造积极协同作用（如提高购买力、产能利用率和分销网络效率）的成功记录？如有收购，投资者还应该调查品牌稀释（指原本在顾客心目中比较明晰的品牌形象被冲淡或稀释，从而使品牌形象模糊化的现象）、支出过多等风险。投资者还要知道一般的收购交易需要多长时间才能增加公司收益。如果一家公司撤销部分投资，原因是什么？这项策略的目的是什么？是该公司想投资增长率更高的业务？还是该公司扭转亏损的方法？如果真是如此，执行预期时间表是怎样的？

地区多样化 公司的地域范围有多广？公司是否有效进入高增长率的国际市场？公司是否专注于增长缓慢的成熟市场？地区多样化能消除收益趋势，因为一个市场的增长能够抵消其他市场的疲软。如果一家公司正在进行国际扩张，国际市场的利润情况如何？在国外进行生产和分销需要多少资本支出？投资回报率如何？预计投资回收期有多长？请记住一点，对国际多元化企业而言，外币币值波动会影响到销售额和盈利换算成美元的情况。

投入成本 公司的主要投资成本是什么？商品价格的趋势如何，对公司的利润有什么影响？公司是否有定价能力来转嫁升高的投资成本？公司是否进行套期保值？如果公司套期保值，过去的成果如何？通常情况下，监控商品价格也需要监测气候模式，气候模式对许多商品的供应水平有很大影响。

竞争和进入市场的壁垒 竞争格局如何？公司在比较零散的行业还是集中的行业中经营？有没有通过设置重重壁垒阻止规模较小的竞争者进入市场的地位稳定的行业领导者（占有很大市场份额）？如果市场份额变化很快，历史上哪个因素促使产生这些变化？是行业倾向快速变化的潮流还是市场格局变化得太慢？较高的行业壁垒通常赋予企业定价能力，还能减少竞争。

创新 新产品开发对维持健康、长期的有机增长至关重要。分析未来的创新潜力时应该首先看公司过去的记录。与同行相比，这家公司在开发新产品方面有多成功？公司是行业的领导者还是“快速跟风者”？公司每年的研发费用占销售额的百分之几？公司是否持续有研发支出？缺乏稳定的研发投资会导致未来有机增长速度减缓，因为很难推出新的有突破性的产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析销售增长 销售净额增长对企业来说是一个积极的信号，但作为股票分析师，为了确定销售增长的性质，你必须确定最高销售增长来自哪里。最高销售增长是否主要受到收购或出售业务的影响，还是源自当前运营的有机增长？信心比源于收购的增长更能促进未来的有机增长，因此销售增长分析很有必要。分析完有机增长后，接下来的问题是如何实现这一增长目标？是通过涨价还是提高单位销量来推动销售增长呢？分析公司增长销售的方法主要是哪一个。虽然涨价通常是积极的，但如果导致销量下降那就是有害无益，公司会因此失去市场份额。理想的情况是，公司在涨价的同时提高销量，在投入成本上升的时期尤其应当如此。

管理层 什么是管理层的声誉？管理层是经验丰富、在业务开创及股东增值方面功劳卓著的团队吗？管理层是否已执行设定的目标并提供指导？管理层人员更替出现什么状况？公司从内部提拔还是从外部寻找其高层领导？管理层的活动现金流管理政策是怎样的？是回购股票、增加股息还是对企业进行再投资？有些执行团队尤其擅长控制成本，还有些执行团队擅长促进新产品开发和管理业务拓展。调查管理层的优点和弱点，并评估是否有合适的人带领公司朝积极的方向发展。

品牌价值 一个备受推崇的品牌使企业有能力令其产品定价高于竞争者的定价，企业还能转移替代效应并带给投资者更高的利润。人们个人特性的形成一部分是基于他们购买的品牌，他们对穿戴或食用的产品有特别的情感。这就是品牌对食品、饮料及个人用品类产品有巨大作用的原因。

品牌的认可度很高吗？关注度是高还是低？公司的品牌战略是什么？围绕重点产品展开的宣传活动是否带来收入和市场份额增长？

销售关系和分销 与同行业其他企业相比，这家公司的分销平台怎样？如果你在考察一个消费品公司，这家公司是否能从零售商那里获得货架空间和有利的定价？这家公司与合作伙伴是否有独特的关系？公司有内部销售人员还是依赖第三方销售？是否有成本优势或经营劣势？

监管 监管如何影响公司经营？公司当前是否在一个有利的监管环境中经营？监管环境可能会发生什么变化？人们越来越关心食品和饮料安全，监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管环境对食品和饮料公司特别重要。看你所审察的公司是否曾因为政府或安全小组的调查而撤回任何类别的产品。

立法 是否有任何法律风险？法律风险包括版税、意外所得税、环境法规、价格上限管制、劳动法、补贴、出口税、关税和资产国有化。区域贸易协定对判别各种商品的市场准入非常重要。

买高价/低价商品 当可支配收入增加时，消费者倾向于用更多的钱购买质量更好的品牌，因此消费品公司利润更高的产品销量会增加。当可支配收入减少时，消费者往往会选择自有品牌来省钱。你所研究的公司近期是否会受到消费者购买高价/低价商品的影响？公司是否有自有品牌产品或不同价格等级的产品来吸引选择购买低价商品的消费者？

利润 利润是增长还是减少？利润为什么会增长或减少？公司过去是否用提价来抵消增加的成本？与同行相比，公司的利润如何？留心那些异常削减广告预算的公司，这是消除有长期负面影响的短期盈利的常见战术。应对照利润表认真逐一研究支出项目，还应对照行业标准分析 SG&A 费用、研发费用等线上项目（线上项目指计算营业收入所必须计入的项目，不包括营业外损益等项目）。

利润在原材料价格上涨时特别重要。公司终端市场商品化程度越高，定价能力通常也越差，在投入成本急剧上升时可能收益为负值。相反，强大的品牌价值和独特的产品能提高定价能力，在物价上涨的时候能稳定利润率。

SG&A 效率 减少 SG&A 项目的成本是公司保持账本底线朝良好的方向发展的常用方法。有几种生产率指标可以用来分析哪些公司最有可能提高效率。

公司的人均销售比率是多少？如果与同行相比这个比率较高，这就是一个精干的组织。如果比率较低，也许管理层有机会强化运营以增加盈利。在大多数公司网站上或档案中可以查到公司总人数的近似值，多数情况下要手动计算这个比率，因为这个数值没有被广泛报告。

可以手动计算的另一个生产率指标是非战略性 SG&A 费用与销售额之比，这个比率有助于评估经营效率。计算这个比率要从分析 SG&A 费用中的货运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及货物装卸费开始（假设这两项有单独列出），然后减去研发、广告和促销费用，将最后的数字与销售额比较。这种分析有助于评估对未来销售贡献不大而可能削减的非战略性 SG&A 费用。这个比例最好较低，比较有类似商业模式的公司时这个比率最有用。

财政实力　公司是否有足够的现金经营好以后的业务？将公司的利息成本与业务产生的经营现金流量进行比较（利息补偿率）。公司未来是否需要更多资金扩大经营？如果是，公司是否有能力承担更多债务或者发行可能会使现有股东利益摊薄的股票？可以通过比较公司与同行的资产负债表财务比率来调查公司的财务状况。长期债务与股东权益之比、流动比率等可用来评估公司的资本结构和清偿能力。比较公司与同行的信用评价是另一个可以使用的工具。主要的信贷机构包括标准普尔、穆迪和惠誉。

评估公司的财政实力时有债务并不一定是件坏事——许多公司利用借贷资金得到了丰厚的回报。了解公司的资本结构和用资本产生收益的历史有助于投资者评估公司的债务水平。

本章回顾



证券分析远不像看起来的那么复杂。在自上而下的投资方法中，股票是我们用来利用较高层次主题确定的机会的主要工具。一旦确定市场中具有投资吸引力的部分，就要试图通过识别公司的战略属性来找出最有可能超越同行的公司。虽然五步选股法只是众多研究公司的方法中的一种，但它却是自上而下分析法中选股的有用框架。

研究必需消费品公司时不要局限于本章所提供的问题，这些问题只是帮助你区分各公司的部分工具。问的问题越多，分析就会越彻底。

- 选股是自上而下投资方法的第三步也是最后一步，这一步要找出将受益于高层次投资组合主题的证券。
- 最后，选股步骤中要发现尚未在股价中有所反映的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 要找到最有可能超越同行的公司，就必须找到拥有竞争优势的公司（又称战略属性）。
- 五步选股法可作为研究公司的框架。
- 每个行业的公司都有区分潜在赢家和输家的特征和战略。提出正确的问题有助于识别这些特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

定制你的投资组合——投资策略

最后一章将讨论建立在本书知识之上的各种必需消费品投资策略，这些策略包括：

- 玩转市场周期
- 玩转风格转变
- 开发新分类方法

虽然这里提供的策略并不全面，但这些策略是构建更有可能超越必需消费品基准的投资组合的良好起点。这些策略应该还会激发你想出自己的投资策略。归根结底，构建自己独特的投资策略框架是发现其他人尚未发现的信息的主要方法，也是精明投资的秘诀所在。

策略一：玩转市场周期

自上而下的战略家特别关注自己在市场周期中所处的位置，保持做资产分配决定时的主动性。市场周期的持续时间和量级各不相同，因此任何时候要问的最重要的问题是：从长远看，相对于所选择的基准，什么是资产类型的合适定位？总的来说，对于大多数长期投资者而言，这是一个有关是否要根据基准完全投资、部分投资，或以防御为主持有现金和/或证券，或采取其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他措施减少和市场一样的波动的问题。

确定投资比例后，接下来要考虑子资产分配，比如投资哪个国家，哪个板块。根据这些可以增持或减持所选的股票以获得超额收益。有关如何确定所投资的国家和板块的股票总数可以写成另一本书，本章只是提供一点提示，以帮助确定在市场周期不同的时间点能使用哪种必需消费品板块轮换策略。

想一想本书已经讲过的内容。必需消费品历来都是防御能力最强的板块之一。如果投资者预测股市表现持续不佳（如熊市），必需消费品板块是一个适合投资的板块。

表 9－1 显示了 2000 年熊市之前、熊市期间及熊市之后各板块的业绩。一个市场周期不会造就一种趋势，我们还观察了之前的周期并发现了与 2000～2002 年相似的板块领导模式。

如表 9－1 所示，必需消费品板块是牛市最后一年业绩最差的一个板块，收益率是－26.9%，而大盘上涨 15%。历史上，在牛市的后期通常最好是增持经济敏感性稍弱类别的股票（如必需消费品板块和卫生保健板块的股票），因为经济敏感性较强的类别（如科技、能源和工业类股票）通常会业绩不佳。

表 9－1　2000～2002 年熊市之前、期间及之后的板块业绩及平均收益

板块	最高点前 12 个月	熊市期间	最低点后 3 个月	最低点后 6 个月	最低点后 12 个月	最低点后 18 个月
科技	94.0%	－82.4%	38.9%	33.1%	76.1%	78.1%
标准普尔 500	**15.0%**	**－49.1%**	**19.6%**	**13.4%**	**32.5%**	**43.0%**
工业	8.7%	－38.1%	19.1%	12.4%	34.6%	42.5%
能源	6.2%	－18.5%	11.1%	8.9%	16.1%	37.1%
电信	5.9%	－74.1%	49.1%	18.8%	24.2%	40.6%
可选择消费品	2.1%	－41.2%	12.1%	11.3%	35.3%	45.2%
公用事业	－0.4%	－47.7%	36.2%	22.2%	42.8%	57.5%
金融	－6.4%	－25.2%	26.4%	17.6%	40.1%	57.4%
材料	－7.0%	－24.8%	24.7%	13.8%	36.4%	51.6%
卫生保健	－16.7%	－6.9%	8.5%	7.4%	11.4%	17.1%
必需消费品	**－26.9%**	**24.2%**	**1.1%**	**－6.3%**	**2.2%**	**11.1%**

资料来源：全球金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但熊市时必需消费品类股票历来比其他经济敏感类股票有更高的收益。在所分析的熊市期间，必需消费品板块是唯一一个收益为正数的板块，上升了24%，而股市整体下降了49%。很少有人能够在最佳时机改变板块轮换策略，但在几轮熊市的过程中决策对多错少会使长期相对回报率产生巨大差异。

预测到熊市到来而增持必需消费品类股票可能是一个合理的策略，同样，如果预测到熊市最低点减持必需消费品类股票也是合理的。这是因为在熊市达到最低点之后的时期日常消费品类股票历来收益相对较低。如表9－1所示，必需消费品板块在股市中持续落后（这种情况延续到新的牛市到来），在熊市最低点的6个月、12个月和18个月后都大大低于市场平均价格。在熊市期间积极削减必需品类股票的投资是有道理的，撤回的资金可以用来增持熊市之后其他可能有更高收益的板块的股票。

贝塔系数

研究市场周期时应考虑的因素之一是波动。相对波动通常用贝塔系数来衡量。在熊市中，投资者如果可以减少相对波动，个人的股票下滑可能没有市场那么严重。在牛市中，波动可能是有益的。在上升的市场中，投资组合贝塔系数上升可能会带来高于基准的收益。投资者可以调节板块、行业及个股层次上的波动性。

必需消费品和卫生保健板块历来是贝塔系数最低的两个板块，这也解释了为什么这两个板块在熊市时业绩上涨，牛市时业绩不佳。科技板块历来是贝塔系数较高的板块，这也说明了为什么该板块在熊市时业绩下滑，牛市时业绩上涨。

贝塔系数

贝塔系数是用以度量一种证券或一个投资证券组合相对总体市场的系统风险的工具。贝塔系数是利用回归分析计算出来的，能指示证券对市场波动的敏感性。贝塔系数等于1表明某种证券甚至整个板块与市场的动向一致；贝塔系数小于1说明证券或板块的波动性不及市场；贝塔系数大于1说明证券或板块的波动性大于市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场周期中的必需消费品板块行业领导

除了分析较宽泛的板块，还可以更详细地分析行业业绩。哪些必需消费品行业历来在熊市中业绩最佳？哪些必需消费品行业历来在牛市中有更好的机会？表 9－2 显示了 1995 年以来（当时刚有行业比较数据）标准普尔 500 指数中的行业领导。

表 9－2　1995 年以来必需消费品板块行业领导

市场类型	日期	食品和必需品零售	饮料	食品	家居用品	烟草	个人用品
牛市	1995. 1. 1～2000. 3. 24	121. 8%	96. 3%	54. 7%	124. 5%	24. 4%	89. 1%
熊市	2000. 3. 24～2002. 10. 9	－9. 3%	26. 2%	46. 9%	38. 9%	102. 4%	4. 0%
牛市	2002. 10. 9～2007. 10. 9	11. 5%	43. 2%	68. 6%	68. 9%	222. 9%	150. 4%

资料来源：汤姆森数据库

如表 9－2 所示，必需消费品板块的行业领导有变化。一旦确定了投资组合中必需消费品类股票的总百分比，下一步就应该考虑在哪些行业最有希望找到好的个股。如第四章中所讨论的，每个行业都有影响业绩的独特驱动器。除了这些特定的驱动器，投资者还要记住某些行业比其他行业的经济敏感性稍弱。

例如，食品和必需品零售、个人用品比食品或烟草的自由选择性稍强。消费者在食品杂货店的总消费金额比个人必需用品的总消费金额要高，这使零售商比产品制造商的经济敏感性更强，因为与考虑个人用品（如单独包装的糖块）的价格相比，消费者更容易关注自己食品杂货店收据的总额。这种认识使零售层面的需求更具收入、价格弹性。与其他必需品相比（如食品），个人用品（如美容护扶品）需求的经济敏感性也很强，因为在经济困难的时候消费者更倾向购买便宜的美容护肤品，且美容护肤品需求下降的情况更多。

各种必需品行业不同层次的弹性都反映在贝塔系数差异上。尽管所有行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的贝塔系数都较低，差值与板块差异相比也很小，但板块内自由选择程度较高的行业比经济敏感性最低的行业贝塔系数要高。表 9－3 分析了 1995～2008 年的行业贝塔系数。[①]

表 9－3　行业贝塔系数

行业	贝塔系数
食品和必需品零售	0.66
个人用品	0.61
饮料	0.57
家居用品	0.57
食品	0.51
烟草	0.50

当考虑在市场周期不同时期增持或减持哪些行业的股票时需要考虑：

- 行业特有驱动器。
- 与其他行业相比，该行业的经济敏感性如何？行业的经济敏感性是否理想（该行业是看涨还是看跌）？
- 像第八章讨论的那样进行个股分析。

策略二：玩转风格转变

和某些只有一种投资风格的板块（例如，科技股被认为是成长型的，能源股是价值型的）不同，必需消费品类股票既有成长型的，又有价值型的。这使得投资者在该板块的投资中有机会实施风格驱动策略。

风格转变入门

成长型股票和价值型股票在不同时间有不同的表现。图 9－1 显示了历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上成长型股票和价值型股票之间领先/落后的关系，并用罗素 1000 指数作为基准。该图显示占领导地位的投资风格通常在转变之前会持续数年。

是什么决定一只股票是成长型股票还是价值型股票呢？答案各不相同，但有一种简单的区分方法，那就是使用估值。

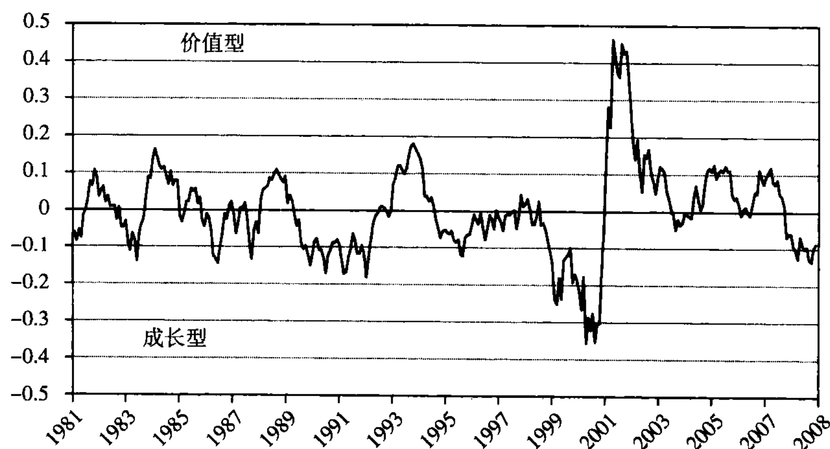


图 9-1 罗素 1000 指数价值型股票 vs. 成长型股票

资料来源：汤姆森数据库

如果股票相对于股市的交易价格较高（以基准来衡量，如标准普尔 500 指数或罗素 1000 指数），这种股票通常属于成长型，如果股票相对于股市的交易价格较低，这种股票是价值型的（想更详细地了解价值型股票和成长型股票主导市场的周期以及背后的原因，建议阅读肯·费希尔的《只有三个问题值得考虑》）。

投资者可以将投资风格预测作为选择必需消费品类股票的策略之一。例如，许多食品和烟草行业的股票可以归为价值型股票，而大多数个人用品和饮料行业的股票属于成长型股票。如果有理由相信价值型股票可能成为主要投资对象，就要找出历来以低估值交易的企业。如果认为成长型股票即将成为主要投资对象，最好考虑投资通常交易价比大多数其他必需品类股票高的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里要提醒一句，最糟糕的必需消费品投资的一个例子是公司股票从成长型转变为价值型。这种转变通常发生在增长缓慢、估值开始下降的时候。2008 年的汉森天然饮料公司就是一个例子。

汉森因其生产的“怪物”能量饮料而闻名，“怪物”在前些年的能量饮料热潮中开始走俏。图 9－2 显示了汉森的历史股票走势。

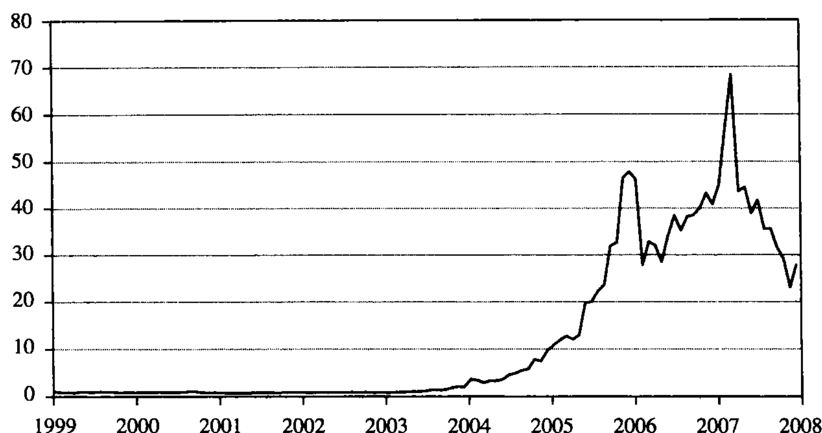


图 9－2　1998 年 12 月～2008 年 8 月汉森天然饮料公司每月股票业绩

资料来源：汤姆森数据库

汉森的股票多年来只是价格低迷的普通股，但 2004～2007 年（几乎全年）汉森公司股票的持有者却大大受益。但在 2007 年年末，能量饮料开始有点挫败，股票情况也是如此。由于能量饮料的“新奇感”已渐渐消失，销量不断下降。经济衰退或许也使消费者对购买能量饮料这种可选择必需品再三考虑。此外，能量饮料行业现有的参与者开始感到不断涌入的新竞争对手带来的压力，这些新竞争对手都想利用能量饮料获得高于平均水平的增长率。随着越来越多的品牌进入市场，争夺忠实消费者的竞争愈演愈烈。这些因素让汉森公司的盈利受挫。对股票影响更大的是估值，估值随着能量饮料增长率的衰落而下降。

到 2008 年 9 月中旬，汉森的 P/E 为 14，而这一年早些时候的 P/E 是 39。市销率从 5.7 下降到 2.2，企业价值与 EBITDA 之比从 2007 年的 23.6 下降到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在的7.9（根据彭博财经的数据）。在一年的时间内，汉森股票从成长型股票变成价值型股票。没有抛售股票的股东付出了沉重的代价。

大型股和小型股

正如可以用估值来区分成长型股票和价值型股票一样，还可以用市值来给股票分类并了解规模主导趋势。正确判定大型股或小型股的表现有助于提高投资组合的相对业绩。

小型股通常比大型股的贝塔系数要高。这种较高程度的波动性历来有助于小型股快速脱离股市最低点，通常会较早带来较高的收益。然而，小型股历来在市场达到顶点后易于大幅抛售，在熊市期间通常表现不佳。

大型股历来在市场周期的后一阶段带来相对较高的收益。在市场周期的末期，有很多现金余额的超大型股（大型股中最大型的股票）历来有很高的收益。有时候没人指望有什么动作的大型公司突然业绩大增（规模主导趋势在《只有三个问题值得考虑》一书中有更详细的讲解）。

投资者可以在个人必需消费品类股票选择中把握好大型股/小型股主导趋势。如果坚信大型股或小型股在未来有上佳表现，那么在选择必需消费品类股票进行投资时要考虑这一点。

策略三：开发新分类方法

人们的事物分类方法在很大程度上反映了人们看世界的方式。如果想以独特的方式观察股市，可以开发出不寻常的股票分类方法。在第七章讨论过爱因斯坦，他在科学界有优势是因为他不断追寻解释科学数据的独特方法，这使他可以从不同的视角看世界并产生了突破性的想法。突破性的想法可以帮助投资者在股市中获得更高的收益，同样的原则也适用于股票分类。

谈及必需消费品类股票，大多数投资者将板块分成行业和子行业（正如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章中的分类），然后就不再细分了。投资者可以不必局限于标准分类法，我们鼓励投资者突破这种局限。投资者应该总是关注可以划分股票或给股票分类的新类别。

分析必需消费品板块的一种独特方法是用营业利润来分析。与科技、卫生保健等板块相比，必需消费品板块不容易出现溢价。由于缺乏直接竞争，科技、卫生保健等板块的企业可以利用专利保护来获取更高的价格。相比之下，必需品行业竞争激烈得多。虽然一些拥有强势品牌的必需品企业能够使同类产品的售价高于同行的售价，但这些企业缺乏产品差异化。这使得该板块的企业总是与同行有激烈的价格竞争，而且本板块的企业对投入成本高度敏感，因为这些企业无法轻易向消费者转嫁成本压力而免遭价格竞争带来的后果。

根据这些板块特点，我们假设并检验一个理论：与经营利润低的企业相比，有较高经营利润的必需消费品企业应有卓越的长期业绩。当投入成本上升时，较高的利润可以提供更高的可操作性，而低利润几乎不能提供回旋余地，这样负收益的可能性更高。

图 9－3 显示了 MSCI 世界指数必需消费品类股票的业绩。[2]在我们的研究中，高利润和低利润群组被界定为顶部和底部群组，各占按营业利润（四季度税前利润/四季度销售额，按季计算收支）划分的起始范围的三分之一。该图描绘了总收益率，上升的曲线表明高利润企业的股票比低利润企业的股票业绩更佳。

正如在图中所看到的，高利润必需品企业的股票历来比低利润必需品企业的股票业绩好。事实上，在 13 年中只有两年低利润必需品企业的业绩更好（1997～1998 年以及 2002～2003 年）。

如何利用这些信息呢？这并不一定意味着只应购买最高利润的必需品类股票。我们要确定的是另一个特别的变量，在选择必需消费品股票投资时可以与许多其他变量（如估值、行业状况、战略属性）一起考虑。不能保证利润较高的必需品企业未来总能比利润较低的必需品企业产生更多收益。证据要充分考虑到确定的因果变量。这项研究也说明了如何利用分类创新发现大多数投资者可能没想到的新见解。无论自己的创新理论最初看来有多么抽象，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都一定要研究并检验这些创新理论。

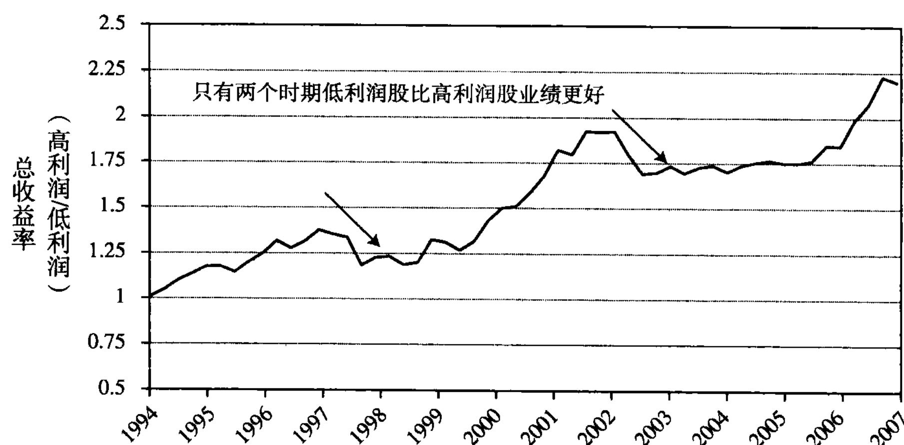


图 9－3　高利润必需消费品股票 vs. 低利润必需消费品股票——总收益率

实施策略

一旦确定了策略，最后一步就是执行。有几种方法可以实施策略。

如果要调整投资风格趋势（大型股、小型股，或成长型、价值型），可以用与第七章讨论过的类似估值方法进行筛选。如果要用独特的分类策略来决定必需消费品类股票投资，同样可以用基本要素来做个股筛选。如果只是执行基于市场周期分析的板块转换策略，投资者有两个不同的选择。第一，可以根据预先确定的标准再次筛选个股。第二，可以购买交易型开放式指数基金（ETF）。

大多数交易型开放式指数基金的表现很像指数的表现，是投资者缺乏独特信息确定投资主题时的一个好工具。例如，如果投资者对必需消费品板块没有特别意见，可能不会增持或减持这个板块的股票。最好的做法也许是保持市场中立。同样，如果投资者没有形成持有必需消费品类股票的实质性主题，购买任何必需消费品类股票是不谨慎的。在这些情况下，购买必需消费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品交易型开放式指数基金是比较好的选择，必需消费品交易型开放式指数基金的比重可以是你所选择的基准中必需消费品板块的比重。用打高尔夫球来比喻，你可以认为这就像打标准杆而不是小鸟球（以较标准杆数少一杆的成绩打进）。这不是想大获成功，而是不想击出自己没有信心的有风险的一球而导致失利。

各种交易型开放式指数基金之间是有差异的，因此要像研究股票一样研究每种交易型开放式指数基金。具体来说，要确定交易型开放式指数基金的核心股票，并确定交易型开放式指数基金是否与自己的目标一致。（例如，基金是以国内还是国外股票为主？是否利用了杠杆作用？杠杆是长还是短？）表9-4列出了主要的必需消费品交易型开放式指数基金。

表9-4　必需消费品交易型开放式指数基金

名称	基金代码
第一信托（First Trust）必需消费品 α 基金	FXG
安硕（iShares）道琼斯美国必需消费品行业指数基金	IYK
安硕（iShares）标准普尔全球必需消费品指数基金	KXI
PowerShares 动态必需消费品基金	PSL
PowerShares 富时研究配合基本因素指数（FTSE RAFI）消费品板块投资组合基金	PRFG
ProShares 超级必需消费品基金	UGE
ProShares 超短期必需消费品基金	SZK
Rydex 标准普尔等权指数必需消费品基金	RHS
SPDR 标准普尔国际必需消费品板块基金	IPS
SPDR 精选板块基金——必需消费品板块	XLP
先锋（Vanguard）必需消费品基金	VDC
智慧树（WisdomTree）国际非周期性消费板块基金	DPN

本书已经讨论了很多内容——必需消费品基础知识、驱动器以及经常考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察的行业基本因素。但请记住，和所有其他板块一样，必需消费品板块是动态的。今天至关重要的驱动器和基本因素也许明天就不那么重要了。这里又蕴含着自上而下分析法的一个核心优势——它也是动态的！从本书中获得的工具使你能运用一个统一的框架来分析任何环境中的必需消费品板块，不过这个框架在未来可能会改变。

本章回顾



现在是时候使用你已积累的知识了。我们重点讲述了可以用来管理必需消费品板块投资的几种策略。

- 了解市场周期并让市场周期有利于自己的投资是可以用来获得超额回报的最重要的策略之一。
- 任何一个市场周期都不会和过去的市场周期完全一样，但有些模式会不断重复。
- 在熊市期间，必需消费品类股票往往业绩比较好。牛市期间必需消费品类股票通常业绩下滑。
- 分析市场周期时要考虑各必需消费品行业的弹性。
- 如果有可能，使投资风格有利于你的必需消费品板块投资。要特别关注大型股/小型股、成长型/价值型股票的主导趋势，并学习如何利用趋势转变为自己购买的个股增值。
- 时时留意有从增长型转变为价值型迹象的必需消费品类股票。
- 试用新的股票分类方法。
- 较高利润的必需消费品企业的股票表现出更强的抵御投入成本冲击的能力，而且比低利润必需消费品企业的股票业绩更好。
- 可以通过选择个股或各种交易型开放式指数基金来实施自己的必需消费品板块投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录

必需消费品板块资源

虽然下面列出的网站和出版物并不详尽，但却都是紧跟经济发展和板块发展的有利资源。时间有限的投资者可以阅读《华尔街日报》，大多数与必需消费品板块相关的信息每日都会刊登在这份报纸上。根据对资源有效性的认识，我们将有关必需消费品板块的主要资源分成三类，想获取更多消息和数据的投资者可以参考这些资源。

最佳资源

- 《SmartBriefs》——消费类包装产品出版物（http：// www. smartbrief. com/ news/cpg）
- 《饮料世界》（www. beverageworld. com）
- 《连锁药店评论》（www. chaindrugreview. com）
- 《大销量零售商》（www. massmarketretailers. com）
- 《肉类和家禽》（www. meatpoultry. com）
- 美国国家农业统计局（www. nass. usda. gov/ index. asp）
- 《食品加工》（www. foodprocessing. com）
- 《品牌周刊》（www. brandweek. com）
- 《超市新闻》（supermarketnews. com）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 美国经济分析局（www. bea. gov）
- 美国劳动统计局（www. bls. gov）

较有用的资源

- 《广告时代》（www. adage. com）
- 《农业展望》（www. ers. usda. gov）
- 《现代啤酒时代》（www. breweryage. com）
- 啤酒协会（www. beerinstitute. org）
- 美国蒸馏烈酒委员会（www. discus. org）
- www. tobacco. org
- www. beverageonline. com
- 《非织造织物工业》（www. nonwovens – industry. com）
- 《今日 DSN 零售》（www. dsnretailingtoday. com）
- 美国宠物产品制造商协会（www. appma. org）
- 《药店新闻》（www. drugstorenews. com）
- 消费品安全委员会（www. cpsc. gov）
- 联邦商务委员会（www. ftc. gov）
- 美国商务部（www. commerce. gov）
- AgLetter （www. chicagofed. org/economic_research_and_data/ag_conditions. cfm）
- 《谷物加工和烘焙报》（www. bakingbusiness. com/mbn）
- 国际乳制品协会（www. idfa. org）
- 国际谷物及饲料协会（www. ngfa. org）
- 《进步的食品商》（www. progressivegrocer. com）
- 《预制食品》（www. preparedfoods. com）
- 《美国食品杂货制造商》（www. gmabrands. com）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 联合国粮农组织（www. fao. org）
- 农业网络信息中心（www. agnic. org/ news）
- 《饮料销售公司》（www. beveragemarketing. com）
- 食品研究所（www. foodinstitute. com）
- 《食品生产日报》（www. foodproductiondaily. com）
- 食品营销协会（www. fmi. org）
- 《饮料行业》（www. bevindustry. com）

有时有用的资源

- 《啤酒营销者观察》（www. beerinsights. com）
- 《葡萄酒观察者》（www. winespectater. com）
- 《烟业通讯》（www. tobaccoreportor. com）
- 无烟儿童运动组织（www. tobaccofreekids. org）
- 葡萄酒协会（http：//www. wineinstitute. org）
- 美国烟酒枪械管理署（www. atf. gov）
- 美国食品及药物管理局（www. fda. gov）
- www. taxadmin. gov
- 《女装日报》（www. wwd. com）
- 《Happi》（www. happi. com）
- 汤和洗涤剂协会（www. cleaning101. com）
- 个人护理产品理事会（www. personalcarecouncil. org）
- 有机和可持续行业标准（www. oasisseal . org）
- 香水基金会（www. fragrance. org）
- 信息资源公司（www. infores. com）
- 美国畜牧业者牛肉协会（www. beef. org）
- 北美有机贸易协会（www. ota. com）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 国家猪肉委员会（www. porkboard. org）
- 美国糖果协会（www. candyusa. org）
- 国家软饮料协会（www. ameribev. org）
- Datamonitor 公司（www. datamonitor. com，www. food – business – review. com，www. drinks – business – review. com）
- 《连锁店时代》（www. chainstoreage. com）
- 自有品牌制造商协会（www. plma. com）

可能有用但需要收费或不方便获取

- 《琥珀色浪潮》（www. ers. usda. gov/AmberWaves）
- 《高级手册》（www. beveragehandbooks. com）
- 美国烟草商协会（www . tma. org）
- Just – drinks 网站（www. just – drinks. com）
- 美国人口咨询局（www. prb. org）
- 《饮料文摘》（www. beverage – digest. com）
- 《产品包装事实》（www. packagedfacts. com）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注 释

第一章 必需消费品基础知识

1. MSCI。MSIC 信息只供使用者内部使用，不得以任何形式复制或再传播，不得用于制造任何金融工具、金融产品或任何指数。MSCI 信息提供时未做任何处理，使用者要承担使用该信息带来的全部风险。MSCI、MSCI 各分支机构以及参与编制、计算、建立任何 MSCI 信息或与编制、计算、建立任何 MSCI 信息有关的每个人（统称“MICI 相关方”）明确表示对该信息不提供任何担保（包括但不限于对独创性、准确性、完整性、及时性、非侵权性、商销性以及特定用途适用性的任何担保）。在不受前述事项的限制下，任何 MSCI 相关方在任何情况下不对任何直接、间接、特殊、偶发、惩罚性、必然性（包括但不限于利润损失）损失或任何其他损失负责。

2. 同上。

3. 见注释 1。

4. 同上。

5. 同上。

6. 《投资者的未来》，杰里米·西格尔著（兰登书屋 2005 年出版），第 34 页。

7. 同上，第 36 页。

第二章 美国消费历史

1. 殖民地威廉斯堡基金会，《消费革命》，http：//www. history. org/history/teaching/enewsletter/volume5/ december06/consumer_rev. cfm（2008 年 9 月 16 日访问时的链接）。

2. 乔伊斯·贝瑞，《三条河》，http：//www. fortklock. com/cosmeticshygiene. htm（2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年 9 月 16 日访问时的链接)。

3. Food Timeline 网站，糖果，http：//www. foodtimeline. org/foodcandy. html#early americancandy（2008 年 10 月 22 日访问时的链接)。

4. Food Timeline 网站，殖民时期的美国和 17、18 世纪的法国，http：//www. foodtimeline. 0rg/foodcolonial. html#colonialmealtimes（2008 年 10 月 22 日访问时的链接)。

5. 同注释 1。

6. History Matters 网站，《美国广告：一段简短的历史》，http：// historymatters. gmu. edu/mse/ads/amadv. html（2008 年 9 月 16 日访问时的链接)。

7. 同上。

8. 同上。

9. 埃利斯·霍利，《伟大的战争和现代定单探寻》，韦夫兰出版社 1997 年出版；美国国会图书馆，《柯立芝繁荣时代》，http：//memory. loc. gov/ammem/coolhtml/ccpres01. html（2008 年 9 月 16 日访问时的链接)。

10. J. 布拉德福·迪隆，《懒洋洋地走向乌托邦?：20 世纪经济史》，1997 年 2 月出版，http：//econl6l. berkeley. edu/tceh/Slouch_roaringl3. html（2008 年 10 月 22 日访问时的链接)。

11. 国际购物中心协会，《购物中心简史》，2000 年 6 月出版，http：//www. icsc. org/srch/about/impactofshoppingcenters/briefhistory. html（2008 年 9 月 16 日访问时的链接)。

12. 美国国会图书馆。

13. 同上。

14. 美国农业部经济研究局，《烹饪趋势改变妇女角色》，道格拉斯·E·鲍尔斯撰文（2000 年 1 月至 4 月)，http：//www. ers. usda. gov/publications/foodreview/jan2000/ frjan2000d. pdf（2008 年 9 月 16 日访问时的链接)。

15. 杜克大学，《消费品营销不断改变的特性》，约翰·麦肯撰文（1995 年 3 月 19 日)，http：// www. duke. edu/ – mccann/cpg/cg – chg. htm（2008 年 9 月 16 日访问时的链接)。

16. 同上。

17. 同上。

18. 同上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 必需消费品板块的驱动器

1. 伯纳德·鲍默尔，《经济指标的秘密》，沃顿商学院出版社 2005 年出版，第 104 页。

2. 《可口可乐公司 2007 年年度报告》。

3. 见注释 1，第 256 页。

4. 彼得·那瓦罗，《如果巴西在下雨，赶紧去星巴克》，麦格劳希尔出版社 2002 年出版，第 202 页。

5. 《税收历史》，http：//www. nocigtax. com/tax – facts/history（2008 年 9 月 16 日访问时的链接）。

第四章 必需消费品板块分析

1. Thomson Datastream，数据截至 2007 年 12 月 31 日；MSCI。MSIC 信息只供使用者内部使用，不得以任何形式复制或再传播，不得用于制造任何金融工具、金融产品或任何指数。MSCI 信息提供时未做任何处理，使用者要承担使用该信息带来的全部风险。MSCI、MSCI 各分支机构以及参与编制、计算、建立任何 MSCI 信息或与编制、计算、建立任何 MSCI 信息有关的每个人（统称"MICI 相关方"）明确表示对该信息不提供任何担保（包括但不限于对独创性、准确性、完整性、及时性、非侵权性、商销性以及特定用途适用性的任何担保）。在不受前述事项的限制下，任何 MSCI 相关方在任何情况下不对任何直接、间接、特殊、偶发、惩罚性、必然性（包括但不限于利润损失）损失或任何其他损失负责。

2. 彭博财经公司，2008 年 7 月 31 日。

3. 《晨星公司、阿彻丹尼尔米德兰公司介绍》，http：//quote. morningstar. com/Quote/Quote. aspx？ ticker = adm（2008 年 10 月 23 日访问时的链接）。

4. PreparedFoods 网站，《西班牙的影响》，威廉·小罗伯茨撰文，（2008 年 2 月 1 日），http：//www. preparedfoods. com/Articles/Feature _ Article/BNP _ GUID _ 9 – 5 – 2006 _ A _ 10000000000000254651（2008 年 9 月 16 日访问时的链接）。

5. "Industry Overview：Agriculture Crop Production，" Hoovers，http：//www. hoovers. com/agriculture – crop – production/ – ID35 –/free – ind – fr – profile – basic. xhtml（2008 年 10 月 23 日访问时的链接）。

6. 加拿大广播公司新闻，《生物燃料生产推动食品价格上涨 75%》，http：//www. cbc.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ca/world/story/2008/07/04/biofuel – food. html? ref = rss（2008 年 10 月 23 日访问时的链接）。

7. 美国农业部，《美国酒精行业发展带动整个农业部门的改变》，保罗·韦斯科特撰文（2007 年 9 月），http：//www. ers. usda. gov/AmberWaves/ September07/Features/Ethanol. htm（2008 年 6 月 25 日访问时的链接）；美国农业部，《玉米价格接近最高纪录，但食品成本情况如何?》，伊夫雷利姆·雷布泰格撰文，（2008 年 2 月），http：//www. ers. usda. gov/AmberWaves/February08/Features/CornPrices. htm（2008 年 6 月 25 日访问时的链接）；《栽培群落：转变及发展》（2008 年 2 月），http：//www. agrium. com/ uploads/Morgan_Stanley_08. pdf（2008 年 6 月 25 日访问时的链接）。

8. Thomson Datastream，数据截至 2007 年 12 月 31 日。

9. 彭博财经公司，2008 年 7 月 31 日。

10.《饮料文摘》。

11. Avenue Vine 网站，《中国啤酒消费量数据》（2006 年 9 月 4 日），http：//www. avenuevine. com/archives/001778. html（2008 年 10 月 23 日访问时的链接）.

12.《标准普尔行业调查：酒精饮料和烟草》。

13. 同上。

14. *Slate*，《受关注的啤酒》，菲尔德·马洛尼撰文（2007 年 5 月 30 日），http：//www. slate. com/id/2167292（2008 年 9 月 23 日访问时的链接）.

15. 见注释 16。

16.《金融时报》，《渴望成为第一：全球啤酒领导者地位之争》珍妮·威金斯撰文（2008 年 7 月 23 日），http：//www. ft. com/cms/ s/0/8b4b2236 – 58d0 – 1ldd – a093 – 000077b07658. html? nclick_ check = 1（2008 年 9 月 23 日访问时的链接）。

17. 彭博财经公司，2008 年 7 月 31 日。

18. 见注释 16。

19. 彭博财经公司。

20. 加州司法部总检察长办公室，《总和解协议》，http：//ag. ca. gov/ tobacco/msa. php（2008 年 10 月 23 日访问时的链接）。

21. 汤姆森数据库，数据截至 2007 年 12 月 31 日。

22. 彭博财经公司。

23.《经济学人》，《被搁置的遗产》（2008 年 1 月 32 日），http：//www. economist.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

com/displaystory. cfmPstory_ id = 10601552（2008 年 9 月 23 日访问时的链接）。

24. Thomson Datastream，数据截至 2007 年 12 月 31 日。

25.《进步的食品商第 74 次食品行业年报》，2007 年 4 月，第 44 页。

26. 彭博财经公司，2008 年 7 月 31 日。

27. CNBC《沃尔玛的时代：美国最强大的公司》，专题纪录报告，大卫·法柏。

28. 同上。

29.《标准普尔行业调查：超市和药店》，2008 年 1 月 24 日。

30. 同上。

第五章 必需消费品板块的挑战

1. 达伦·罗维尔，《口渴这事儿：佳得乐如何将补充人体出汗的科学变成一种文化现象》，（AMACOM Books 2006 年出版），第 153 页。

2. 同上。

3. 同上，第 98 页。

4. 达特茅斯塔克商学院，《达特茅斯塔克商学院案例分析：桂格燕麦和斯纳普》，巴里·温纳和西德尼·芬克尔斯坦教授合著（1996 年），http：//mba. tuck. dartmouth. edu/pdf/2002 - 1 - 0041. pdf（2008 年 9 月 23 日访问时的链接）。

5.《哈佛商业评论》，《斯纳普如何夺回自己的果汁》，约翰·戴顿撰文（2002 年 1 月）。

6. 见注释 4。

7. 同上。

8. 见注释 5。

9. BevNet，《三弧公司将把斯纳普饮料集团出售给吉百利史威士公司，公司价值为 14.5 亿美元》（2000 年 9 月 18 日），http：//www. bevnet. com/news/2000/09 - 18 - 2000 - snapple. asp（2008 年 9 月 23 日访问时的链接）。

10. 宝洁公司副总裁兼财务总监克莱顿·戴利于 2008 年 5 月 15 加州伍德赛德市开展的管理考察。

11. MarketWatch 网站，《朝圣者的骄傲将闲置工厂、裁减更多工作》，马特·安德烈扎克撰文（2008 年 8 月 11 日），http：//www. marketwatch. com/news/story/pilgrims - pride - sheds - more - jobs/story. aspx？ guid = %7BC10CA644 - C272 - 4B60 - A7E3 - D5991677B622%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7D&dist = msr_1（2008 年 9 月 23 日访问时的链接）。

第六章 新兴市场中的必需消费品

1. 安托万·范·艾格特梅尔，《新兴市场世纪：新一代世界级公司如何赶超世界》，自由出版社 2007 年出版，第 11 页。

2. 普拉哈拉德，《金字塔底层的财富：用利润根除贫困》，沃顿商学院出版社 2006 年出版，第 24 页。

3. 同上，第 33 页。

4.《经济学人》，《被搁置的遗产》（2008 年 1 月 32 日），http：//www. economist. com / displaystory. cfmPstory_id = 10601552（2008 年 9 月 23 日访问时的链接）.

5. 见注释 2，第 44 页。

6. 同上。

7. 同上。

8. 同上，第 51 页。

9. 同上，第 40 页。

10.《华尔街日报》，《卡夫改变奥利奥的配方赢得中国市场》，朱莉·佳根撰文（2008 年 5 月 1 日），http：//online. wsj. com/public/article _ print/SB 120958152962857053. html（2008 年 9 月 23 日访问时的链接）。

第七章 自上而下分析法

1.《波士顿环球报》，《爱因斯坦的信件提示了超越科学的风暴》，马修·卡尔曼撰文（2006 年 7 月 11 日），http：//www. boston. com/news/world/middleeast/articles/2006/07/11 / einstein_letters_ reveal_a_turmoil_beyond_science/（2008 年 5 月 9 日访问时的链接）.

2.《伯克希尔哈撒韦 2005 年年度报告》。

3. “创造性思维”网站，《组合游戏》，迈克尔·米哈尔科撰文章，http：// www. creativethinking. net/DT10_CombinatoryPlay. htm? Entry = Good（accessed May 9，2008）.

4.《金融分析家杂志》47（1991）3，《投资组合业绩的决定因素 II：更新》，格里·P·布林森、布莱恩·D·辛格、吉尔伯特·L·比鲍尔撰文。

5. MSCI。MSIC 信息只供使用者内部使用，不得以任何形式复制或再传播，不得用于制造任何金融工具、金融产品或任何指数。MSCI 信息提供时未做任何处理，使用者要承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担使用该信息带来的全部风险。MSCI、MSCI 各分支机构以及参与编制、计算、建立任何 MSCI 信息或与编制、计算、建立任何 MSCI 信息有关的每个人（统称“MICI 相关方”）明确表示对该信息不提供任何担保（包括但不限于对独创性、准确性、完整性、及时性、非侵权性、商销性以及特定用途适用性的任何担保）。在不受前述事项的限制下，任何 MSCI 相关方在任何情况下不对任何直接、间接、特殊、偶发、惩罚性、必然性（包括但不限于利润损失）损失或任何其他损失负责。

6. 同上。
7. 同上。
8. 同上。
9. 同上。
10. 同上。

第九章　定制你的投资组合——投资策略

1. 贝塔系数是根据 1994 年 12 月 30 日到 2008 年 9 月 5 日的每日业绩计算出来的。

2. 这项研究是利用 Clarifi 统计软件和 WorldScope 数据库进行的，研究中使用了如下数据：

——反映 MSCI 世界指数所涉及国家中市值排名前 2000 名的必需消费品类股票的起始范围（按季计算收支）。

——高利润和低利润群组被界定为顶部和底部群组，各占按营业利润（四季度税前利润/四季度销售额，按季计算收支）划分的起始范围的三分之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书分为三部分：

从必需消费品开始、必需消费品详解、像投资组合经理人一样思考

◎ 讨论了必需消费品板块高层次的经济、政治和情感驱动因素

◎ 带你了解全球必需消费品板块9大子行业，并揭秘这些行业是如何运作的

◎ 深入研究自上而下的投资方法以及个人证券分析

◎ 涵盖了全球必需消费品的整个投资范围——从食品、饮料到日用品，再到零售店

◎ 简述五步法，用于对这一领域的公司进行区别性鉴定——该设计可帮助你从多家公司中找出最具潜力的那家公司

你不必是成功投资必需消费品板块的专业人士，但你需要为成为一名专业人士做好准备。本书能让你快速了解这一领域并让你在任何市场中都能充分把握时机。



Consumer Staples Investment





Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal

www.wiley.com

上架建议 ◎ 投资

ISBN 978-7-5086-1892-0



www.publish.citic.com

定价：32.00元